Die Anleihestockgesetze

INAUGURAL-DISSERTATION
zur Erlangung der Doktorwürde
der Wirtschafts- u. Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Johann Wolfgang Goethe-Universität
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von
HANS HILDEBRAND
Dipl.-Kaufm.
aus Mittweida

Frankfurt am Main 1936
Druckerei Ludwig Baum, Frankfurt a. M.-Süd, Schifferstr. 22

REFERENT: Professor Dr. Fritz Schmidt
KORREFERENT: Professor Dr. Wilhelm Kalveram
Tag der mündlichen Prüfung: 21. Februar 1936.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

INHALTSVERZEICHNIS.

Vorwort: 1

Einleitung:

Die gemeinwirtschaftlichen Grundgedanken 2

I. Hauptteil:

Entwicklungslinien der deutschen Wirtschaftspolitik und des deutschen Kapitalmarktes bis zum Erlaß der Anleihestockgesetze 6

1. Die in der Nachkriegszeit eingetretene Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes 6

2. Die Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes bis zum Erlaß der Anleihestockgesetze 14

II. Hauptteil:

Die gesetzlichen Grunlagen für die zeitweilige Begrenzung der Gewinnausschüttung 22

1. Das Kapitalanlagegesetz vom 29. März 1934 23
   a) Der Anwendungsbereich 23
   b) Der Inhalt des Gesetzes 23
   c) Die zeitliche Dauer 24

2. Das Anleihestockgesetz vom 4. Dez. 1934 25
   a) Der Anwendungsbereich 25
   b) Der Inhalt des Gesetzes 28
   c) Die zeitliche Dauer 30

III. Hauptteil:

Die betriebswirtschaftlichen Probleme aus den Anleihestockgesetzen 31

1. Die betriebswirtschaftlichen Probleme hinsichtlich der Durchführung der Gesetze 31
   a) Die Bestimmung der Höhe des Gesellschaftskapitals 31
   b) Die Abgrenzung des Gewinnbegriffes 33
   c) Die rechnungsmäßige Behandlung 43
      aa) Die Verbuchung und bilanzmäßige Behandlung 44
      bb) Die Bewertung 46
2. Die betriebswirtschaftlichen Probleme hinsichtlich der Anpassung der Betriebspolitik an die Gesetzgebung 47
   a) Die Frage der Reservebildung 47
   b) Die Beeinflussung der Liquidität 54
   c) Die Gestaltung der Rentabilität 56

IV. Hauptteil:

Die Auswirkungen 63

1. Die betriebswirtschaftlichen Auswirkungen 63
   a) vom Standpunkte der Unternehmung 63
   b) vom Standpunkte der Aktionäre 66
2. Die gemeinwirtschaftlichen Auswirkungen 70
   a) Die Beeinflussung des Rentenmarkts 70
      aa) direkt 70
      bb) indirekt 79
   b) Die Kursgestaltung auf den Wertpapiermärkten 81
      aa) Die Kursbildung auf dem Aktienmarkt 82
      bb) Die Kursentwicklung auf dem Rentenmarkt 90

Schluss 95

Literaturverzeichnis 97

VORWORT.

Eine zusammenfassende Darstellung der Anleihestockgesetze und ihrer Wirkungen auf Unternehmung und Kapitalmarkt ist bisher nicht vorhanden. Nachdem seit Erlaß des ersten Gesetzes im März 1934 beinahe zwei Jahre vergangen sind und eine gewisse Klärung hinsichtlich der ursprünglich vorhandenen Zweifelsfragen bezüglich Auslegung und Anwendungsweise der Gesetze erfolgt ist, dürfte es an der Zeit sein, die in der betriebswirtschaftlichen Literatur vorhandene Lücke zu schließen.

Der Umstand, daß über das der vorliegenden Arbeit zugrunde gelegte Thema bisher relativ wenig Veröffentlichungen erschienen sind, machte es notwendig, in der Hauptsache die Gesetzestexte und Durchführungsverordnungen sowie die in der Presse erschienenen Berichte zugrunde zu legen.

Sodann erschien es zur Erreichung eines besseren Verständnisses des Zweckes, Wesens und der Entstehung der Gesetze noch angebracht, besonders für die Darstellung des letztgenannten Momentes etwas weiter auszuholen. Die Anleihestockgesetze sind eine Einzelmaßnahme der nationalsozialistischen Kapitalmarktpolitik, aber auch ein Glied in der Kette der Maßnahmen der organischen Wirtschaftspolitik. Für ihre Würdigung in dieser Hinsicht werden daher in der Arbeit die gesamte Kapitalmarktpolitik seit 1933 und die ihr zugrunde liegenden gemeinwirtschaftlichen Gedankengänge berücksichtigt. Bei diesem Vorgehen ist es für das Verständnis der kapitalmarktpolitischen Maßnahmen in ihrer Gesamtheit wieder notwendig, die Lage, welche bei der Machtübernahme durch die nationalsozialistische Regierung von dieser auf dem Kapitalmarkt vorgefunden wurde, kurz zu streifen. Deshalb wurde der Arbeit ein allgemein gehaltener Abschnitt vorangestellt, der den Rahmen, in welchen schließlich die Gesetze gestellt wurden, umreißt.

Hinsichtlich der weiteren Bearbeitung sollen zunächst die Probleme und Auswirkungen, die sich vom Standpunkte der einzelnen Unternehmung aus ergeben, dargestellt werden. Zum Schluß wird untersucht, ob die mit den Gesetzen beabsichtigten gemeinwirtschaftlichen Ziele auch tatsächlich erreicht worden sind.

Die Arbeit wurde mit Beginn des Jahres 1936 abgeschlossen.

Die gemeinwirtschaftlichen Grundgedanken.

„Das Volk lebt nicht für die Wirtschaft, und die Wirtschaft existiert nicht für das Kapital, sondern das Kapital dient der Wirtschaft und die Wirtschaft dem Volk.“ [1]) In diesen programmatischen Worten des Führers und Reichskanzlers sind die Grundgedanken der gesamten nationalsozialistischen Wirtschaftspolitik enthalten, die mit der Machtübernahme durch die nationalsozialistische Regierung zur Anwendung kamen. Mit diesen Richtlinien fügte sich die nationalsozialistische Wirtschaftspolitik organisch der nationalsozialistischen Gesamtpolitik ein, die den Grundsatz verwirklicht: Gemeinnutz geht vor Eigennutz. Die ganze Reihe der nationalsozialistischen Maßnahmen, die zur Anwendung des im Jahre 1932 in greifbare Nähe gerückten drohenden völligen Verfalls der gesamten deutschen Wirtschaft, zur Anbahnung eines Gesundungsprozesses und zu dessen erfolgreicher Durchführung getroffen wurden, trägt den Stempel der genannten Richtlinien. Alle Einzelmaßnahmen waren und sind nur Glieder eines Gesamtkomplexes wirtschaftlicher Regelungen, die als höchstes Ziel die Beseitigung des Krebsschadens der deutschen Wirtschaftslage zu Anfang des Jahres 1933 — der ungeheuren Arbeitslosigkeit — und die Verbesserung der allgemeinen Wirtschaftsverhältnisse ansahen. Dabei standen und stehen die Maßnahmen zur direkten und indirekten Behebung der Arbeitslosigkeit mit denen der Verbesserung der allgemeinen Wirtschaftslage stets in enger Verbindung und Wechselwirkung miteinander, d. h. die Maßnahmen wurden in einer Weise getroffen, daß die Auswirkungen stets nach beiden Gesichtspunkten hin eintraten. So wurde es allmählich erreicht, die krisenhaften Erscheinungen und deren zerstörende Auswirkungen auf das gesamte deutsche Wirtschaftsleben zu beseitigen. Dies war aber nur möglich, indem der Staat selbst die Initiative ergriff, denn es hatte sich deutlich genug gezeigt, dass die Unternehmungen aus eigener Kraft nicht in der Lage gewesen waren, die Krisenerscheinungen mit ihren für das

[1]) Rede des Führers und Reichskanzlers Adolf Hitler am 23. Februar 1933, zitiert nach: Die Deutsche Volkswirtschaft Nr. 14, Seite 430. Berlin. 1934.

ganze Volk so verderblichen Folgen zu überwinden. Andererseits waren sich die Führer der deutschen Wirtschaftspolitik selbstverständlich klar darüber, dass das Ziel ohne Mitwirkung der privaten Wirtschaft nicht erreicht werden konnte. Deshalb standen neben den eigentlichen staatlichen Maßnahmen auch diejenigen, welche geeignet waren, unter Belassung der uneingeschränkten Initiative der Wirtschaftsführer der Wirtschaft Impulse für eine eigene Mitarbeit am Wiederaufbau zu geben.

Hierzu gehört die Wiederingangsetzung des zerrütteten Kapitalmarktes. Eine ganze Reihe von Maßnahmen war nötig, um eine organische Besserung des Kapitalmarktes herbeizuführen. Die Anleihestockgesetze stellen gewissermaßen eines der letzten Glieder dieser Kette dar. Sie sind, da alle getroffenen Maßnahmen erst in ihrer Gesamtheit die volle Bedeutung ihrer Wichtigkeit für die auf dem Wege zum Ziele erreichten Erfolge erkennen lassen, daher auch nur im Zusammenhang mit allen kapitalmarktpolitischen und schließlich sämtlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Besserung der deutschen Wirtschaftslage richtig zu würdigen.

Aus diesem Gesichtspunkt heraus, der neben den im folgenden noch zu entwickelnden anderen und für die engeren Zwecke der Arbeit wichtigeren Grundlinien von Bedeutung ist, kann hier selbstverständlich nur so verfahren werden, daß die Darstellung der Entwicklung bis zu den Anleihestockgesetzen und der mit ihnen im Zusammenhang stehenden anderen Maßnahmen nur umrißweise und andeutend gegeben wird. Die Beleuchtung dieser Zusammenhänge führt aber auch ohne weiteres zur Herausstellung der gemeinwirtschaftlichen Grundgedanken, die im besonderen auch für die Schaffung der Anleihestockgesetze maßgebend waren. Dem Bereiche entsprechend, auf dem sie wirksam wurden, tritt die gemeinwirtschaftliche Bedeutung der Anleihestockgesetze in ihrer Eigenschaft als kapitalmarktpolitische Maßnahme zu Tage. Innerhalb des Kapitalmarktes war es, wie im Verlaufe der Arbeit noch gezeigt werden wird, vor allem der Rentenmarkt, der zu Zwecken der Erreichung der wirtschaftspolitischen Ziele der nationalsozialistischen Regierung einer besonderen Pflege bedurfte.

Eines der Hauptziele der Kapitalmarktpolitik, die Herbeiführung einer organischen Zinssenkung, war nur so zu erreichen. Neben anderen Maßnahmen (offene Marktpolitik, Emissionsüberwachung, Gemeindeumschuldung) fiel den Anleihestockgesetzen hier die Aufgabe einer Unterstützung der Stärkung des Rentenmarktes zu. „Wir haben" — so kennzeich-

nete der Reichsbankpräsident Schacht [2]) ihren Zweck — „das sogenannte Anleihestockgesetz verkündet, durch welches ein Übermaß an Gewinnen aus der Industrie vorübergehend nicht der freien Verfügung des Besitzers verbleibt, sondern im Anleihewege der Allgemeinheit zur weiteren Finanzierung ihrer Bedürfnisse zugute kommt."

Vorwegnehmend sei dabei noch bemerkt, daß die im zweiten Anleihestockgesetz zum Ausdruck kommende Tendenz bei Innehaltung der soeben gekennzeichneten Grundideen, denen auch schon das erste Gesetz entsprang, doch von der dem ersten Gesetz zugrunde liegenden Tendenz wesentlich verschieden ist. Während das erste Gesetz vom 29. März 1934 die Höhe der ausschüttbaren Gewinne dem freien Ermessen der Unternehmung überließ, wenn nur bestimmte Forderungen erfüllt wurden, bringt das zweite Gesetz eine Beschränkung der unmittelbar ausschüttbaren Gewinne. Dies geschah wohl deshalb, weil bestimmte Gruppen, die aus der Wiederbelebung der Wirtschaft besondere Vorteile zogen, gegenüber anderen, bei denen diese vergrößerte Rentabilität noch nicht spürbar werden würde, nicht bevorzugt werden sollten. Man wollte, wie das einmal ausgedrückt wurde, dem „Inflationsgewinnler" nicht den „Arbeitsbeschaffungsgewinnler" gegenüberstellen [3]). In einem Aufsatz wird das auch zum Ausdruck gebracht: „Das Gesetz hat also lediglich den Zweck, in den folgenden drei Jahren sprunghafte Dividendensteigerungen, die sich aus der unorganischen Verteilung der Beschäftigung ergeben könnten, dadurch abzumildern, daß die Superdividenden vorübergehend dem Arbeitsbeschaffungsprogramm der Regierung und damit der Allgemeinheit zugute kommen" [4]).

Zusamenfassend kann die Zweckbestimmung der Anleihestockgesetze mit einer Aeußerung des Reichswirtschaftsministers Schacht also noch einmal wie folgt gekennzeichnet werden: „Der Staat braucht Kapital zur Finanzierung des Arbeitsbeschaffungsprogramms für die breite Masse der Bevölkerung und er veranlaßt nun durch dieses Gesetz diejenigen, die einen besonders hohen Ertrag aus ihrem Unternehmen erzielen, einen Teil dieses Ertrages dem Staate für seine Arbeits-

---

[2]) Reichsbankpräsident Dr. Schacht über die Zinssenkungsaktion. Rundfunkansprache am 25. Januar 1935. Sonderdruck der Reichsbank, Seite 3.

[3]) Frankfurter Zeitung vom 22. Dezember 1934.

[4]) Deutsche Allgemeine Zeitung vom 31. 12. 1934.

beschaffungszwecke leihweise für eine vorübergehende Zeit zur Verfügung zu stellen. Das ist der Sinn des neuen Anleihestockgesetzes . . . [5]).

In der vorliegenden Arbeit wird nun versucht, die Anleihestockgesetze unter den sich aus dem Gesagten ergebenden Gesichtspunkten ihrer Einfügung in die gesamte organische Kapitalmarkt- und Wirtschaftspolitik und unter Würdigung ihrer gemeinwirtschaftlichen Grundgedanken darzustellen. Als Hauptaufgabe betrachtet es aber die Arbeit darüber hinaus, die Gesetze auch vom Standpunkte der Unternehmung aus zu beleuchten. Auch hierbei soll die Untersuchung aber nicht stehen bleiben, sondern es wird weiterhin noch versucht werden, festzustellen, ob die Wirkungen, die das Gesetzeswerk erreichen wollte, auch wirklich erzielt worden sind.

Hieraus ergibt sich eine Zweiteilung der gesetzten Aufgabe. Es ist darzulegen, welche Probleme für die Unternehmungen als Folge der Gesetze auftreten und wie sie gelöst werden können. Im Anschluß daran muß dann untersucht werden, ob die beabsichtigten Einwirkungen auf den Kapitalmarkt auch eingetreten sind.

---

[5]) Deutsche Bergwerkszeitung vom 7. 12. 1934.

I. HAUPTTEIL.

Entwicklungslinien der deutschen Wirtschaftspolitik und des deutschen Kapitalmarktes bis zum Erlaß der Anleihestockgesetze.

1. Die in der Nachkriegszeit eingetretene Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes.

Die Anleihestockgesetze sind, wie schon einleitend ausgeführt, als letztes Glied einer Reihe von Maßnahmen zu betrachten, mit denen es der nationalsozialistischen Regierung gelang, dem vor der Machtergreifung zerrütteten Kapitalmarkt nach und nach seine Funktionsfähigkeit wiederzugeben. Das Wesentliche beider Gesetze liegt in diesem Sinne darin, daß sie erst im Verein mit den ihnen vorausgegangenen Maßnahmen und in deren Ergänzung geeignet sein konnten, neben ihrem unmittelbaren Zweck, der Unterstützung der Finanzierung der Arbeitsbeschaffung, auch ihrem mittelbaren Zweck, der Festigung der deutschen Kapitalmarktlage zu dienen. Das Entstehen beider Gesetze und ihre verschiedene Formgebung ist daher auch nur mit Hilfe einer Betrachtung der Gesamtheit der kapitalmarktpolitischen Maßnahmen der nationalsozialistischen Regierung zu erklären. Weiterhin ist es notwendig, auf die Kapitalmarktlage bis zum Eingreifen der Regierung im Jahre 1933 als Ausgangssituation zurückzugreifen.

Beides soll und kann indessen nur in großen Zügen ohne Berücksichtigung aller Einzelheiten und ohne Anspruch auf Erschöpfung der Darstellung geschehen, da es sich hier nur darum handeln kann, den wirtschaftspolitischen Rahmen, der den Erlaß der Gesetze notwendig machte, zu umreißen. Die Betrachtung der Anleihestockgesetze als kapitalmarktpolitische Maßnahme führt zwangsläufig auf das Gebiet einer Teiluntersuchung des deutschen Geld- und Kapitalmarktes, wobei allerdings die Untersuchung der sich hieraus ergebenden Zusammenhänge auf das Unerläßliche beschränkt bleiben kann.

Deshalb genügt es, die Begriffsabgrenzung beider Märkte nur vereinfacht wiederzugeben, ohne auf die in der Literatur anzutreffenden Erörterungen über die Begriffserklärung einzugehen. In Anlehnung an Prion wird unter Geldmarkt der Markt für kurzfristige Kapitalien und unter Kapitalmarkt der

Markt für langfristige Kapitalien [6]) verstanden, die leihweise auf dem Wege des Kredites von verschiedenen Wirtschaftssubjekten hergegeben oder in Anspruch genommen werden, indem „derjenige, der das Kapital besitzt, es nicht selbst verwendet, sondern an einen anderen in irgend einer Form zur Verwendung überläßt" [7]). Im Vordergrunde der hier anzustellenden Betrachtung steht der Kapitalmarkt. Bei ihm ist zu beachten, daß man es nach Schmalenbach „nicht mit einer einheitlichen großen Kapitalmasse zu tun hat, sondern mit Kapitalkategorien, die sich in mannigfacher Form und nach den verschiedensten Richtungen hin unterscheiden, sodaß man nicht mehr von einem einheitlichen Kapitalmarkt sprechen kann und das Ganze aufgelöst sieht in eine Reihe von zwar untereinander nicht unabhängigen, aber doch verhältnismäßig selbständigen Kapitalmärkten [8]). In dieser Hinsicht werden vor allem der Effektenmarkt und insbesondere die Wechselbeziehungen zwischen Aktien- und Rentenmarkt zu berücksichtigen sein. Zunächst sei aber noch auf die Wichtigkeit der Aufgaben des Geld- und Kapitalmarktes eingegangen. Die Obliegenheit beider Kreditmärkte besteht in der Versorgung der Wirtschaft mit Krediten. Der Geldmarkt ermöglicht die Finanzierung der kurzfristigen Kreditbedürfnisse, wie z. B. die Finanzierung des Warenumsatzes in seinen verschiedenen Phasen vom Rohstoffeinkauf bis zum Absatz der Fertigprodukte und die Vorfinanzierung langfristiger Anlagebedürfnisse, deren Konsolidierung schließlich durch den Kapitalmarkt erfolgen muß. Dieser hat also neben der direkten Hergabe von Leihkapital für langfristige Anlagezwecke auch die wichtige Aufgabe der Ablösung kurzfristiger Finanzierungsformen durch langfristige zu erfüllen. Damit erhält seine Funktionsfähigkeit eine besondere Bedeutung. Das Versagen des Kapitalmarktes hat zur Folge, daß dem Geldmarkte Aufgaben zugewiesen werden müssen, die normalerweise der Kapitalmarkt zu erfüllen hat. Dies muß aber zu Spannungen führen, die der gesamten Wirtschaft abträglich sind.

Die nationalsozialistische Regierung fand aber bei ihrer Machtübernahme im Jahre 1933 auf den Kreditmärkten eine solche Lage vor, sodaß es eine der dringlichsten Aufgaben

---

[6]) Prion: Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege. München und Leipzig 1918, Seite 7.

[7]) Schmalenbach: Kapital, Kredit, Zins. Leipzig 1933. Seite 29.

[8]) Schmalenbach: a. a. O., Seite 114/15.

wurde, die Funktionsfähigkeit des Geld- und Kapitalmarktes wiederherzustellen. Die damals getroffenen Maßnahmen lassen sich nur dann voll und ganz würdigen, wenn man die Ausgangssituation, die bei der Machtergreifung vorgefunden wurde, kennt. Zum Verständnis der damaligen Lage ist es notwendig, die Nachkriegsverhältnisse auf den deutschen Kreditmärkten kurz zu streifen. Als ein besonderer Einschnitt in dieser Entwicklung erscheint die Krise des Jahres 1931, die deshalb in den Mittelpunkt der Untersuchung gestellt werden kann. Obwohl die Keime der späteren Gestaltung der Kreditmärkte bereits in der Kriegs- und Inflationszeit liegen, brauchen die Ursachen, die zum schließlichen Zusammenbruch führten, nur in den wichtigsten Wesenszügen dargestellt zu werden. Das Hauptmerkmal der Schwierigkeit auf dem Geld- und Kapitalmarkt liegt letzten Endes immer wieder in dem starken Auseinanderklaffen zwischen Kapitalbedarf und Kapitalangebot, das auf die Verschleuderung von Volksvermögen in der Inflationszeit und auf die Deutschland aufgezwungenen Kriegstribute zurückgeführt werden kann.

Nach Beendigung der Inflation bestand die Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des deutschen Geld- und Kapitalmarktes vor allem in der Unmöglichkeit der Befriedigung des großen Kapitalbedarfs, der in der Wirtschaft für Wiederaufbauzwecke vorhanden war. Es war ein ungeheurer Nachholungsbedarf zu befriedigen, um den deutschen Produktionsmittelapparat gegenüber dem Auslande konkurrenzfähig zu machen. Er hatte mit Kriegsbeginn und Kriegsende zweimaligen Umstellungen unterzogen werden müssen, die an sich schon starke Kapitalverluste mit sich brachten. Außerdem war die deutsche Wirtschaft durch die Kriegsfolgen, Gebietsabtretungen, den Kolonialraub, den Verlust wesentlicher produktiver Anlagen in den verlorenen Gebieten und durch den dauernden Kapitalentzug ohne Gegenleistungen in Form der Reparationszahlungen auf das schwerste getroffen worden.

Die Inflation verschleierte die Schädigung zunächst, verschärfte sie aber durch die mit ihr verbundene Kaptalvernichtung und durch die Folgen der zum Teil während ihrer Dauer und auch noch später hervorgerufenen bezw. begünstigten Kapitalfehlleitung. Jeder Maßstab für die Rentabilität irgend einer Anlage fehlte. Die Geldentwertung hatte die regulierende Wirkung des Zinses aufgehoben und darüber hinaus jede Kreditaufnahme ohne Rücksicht auf die Zinshöhe zu einem einträglichen Geschäft werden lassen, da sich die in nomineller Höhe in Papiermark gleichbleibende Schuldverpflichtung ihrem realen

Werte nach dauernd reduzierte oder auch gänzlich belanglos wurde.

„So gingen zwar die Unternehmungen aus der Inflation schuldenfrei hervor, hatten aber einen großen Bedarf an kurz- und langfristigem Geldkapital, dem so gut wie kein Angebot gegenüber stand“ [9]). Der große Kapitalbedarf ergab sich aus verschiedenen Gründen. Zunächst war die Wirtschaft bei Beendigung der Inflation von flüssigen Mitteln fast völlig entblößt. „Allein für die Beschaffung einer normalen Gütervorratsmenge wurden rund 13 Milliarden Reichsmark benötigt, die ohne Kreditinanspruchnahme nicht aufgebracht werden konnten“ [10]). Weiter war eine teilweise Ergänzung der durch den Krieg und den Friedensvertrag verlorengegangenen Werte notwendig, wie z. B. der Wiederaufbau der deutschen Handelsflotte, Wiederauffüllung des Viehbestandes, Wiederherstellung des Eisenbahn-Ober- und Unterbaues usw. Nach F i s c h e r wurde der gesamte Investitionsbedarf für Neuanlagen (ohne Vorräte) vom Statistischen Reichsamt für die einzelnen Wirtschaftsgruppen für die Zeit von 1924—1930 wie folgt beziffert : [11])

Industrie	4,060 Milliarden RM.
Elektrizitäts-, Gas- u. Wasserversorgung	3,762 Milliarden RM.
Verkehr	5,578 Milliarden RM.
Landwirtschaft	2,736 Milliarden RM.
Wohnungswirtschaft	8,880 Milliarden RM.
Oeffentl. Verwaltung	7,916 Milliarden RM.

Wenn vielleicht auch mit Recht bezweifelt werden kann, ob alle diese Investitionen wirtschaftlich gerechtfertigt waren, so würde auch eine Zurückhaltung in dieser Hinsicht die Kapitalmarktlage wohl kaum nennenswert erleichtert haben. Vergegenwärtigt man sich nämlich den ganzen Zusammenhang, in dem sich die dauernde starke Diskrepanz zwischen Kapitalbedarf und Kapitalangebot durch starke Beeinträchtigung bzw. Lahmlegung des deutschen Kapitalmarktes bemerkbar macht, so ist eine etwaige Ueberbeanspruchung durch vielleicht entbehrlich gewesene Neuanlagen nicht die Hauptursache hierfür.

---

9) P r i o n : Der deutsche Geld- und Kapitalmarkt seit der Stabilisierung. Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft. Herausgeber H a r m s, Band II, Berlin 1928, Seite 327.

10) F i s c h e r : Die fehlerhafte Kreditpolitik, Referat in: Untersuchung des deutschen Bankwesens 1933, I. Teil, 1. Bd., Seite 499 ff.

11) Ebenda, Seite 503.

Zudem war der Wiederaufbau eine Lebensfrage für die deutsche Wirtschaft. Sie mußte — und damit stößt man auf das Hauptübel — in den Stand gesetzt werden, den für den Ausgleich der die Zahlungsbilanz belastenden Tribut- und Zinsleistungen notwendigen Ueberschuß aufzubringen. Dies war aber nur möglich, wenn sich das Ausland bereit erklärte, entsprechende Leistungen von Deutschland in Empfang zu nehmen. Tatsächlich zeigte sich aber, daß die deutsche Wirtschaft aus verschiedenen Gründen (Unmöglichkeit der Erzielung entsprechend hoher Ausfuhr infolge weitgehender Verschließung der Absatzmärkte durch die ausländische Handelspolitik, Eintreten und dauernde Verschärfung der Weltwirtschaftskrise, Wertsturz der internationalen Warenpreise) [12]) den notwendigen Ueberschuß nicht erzielen konnte.

Die deutsche Handelsbilanz zeitigte in den Jahren 1924—1930 ein Passivum von 8,663 Milliarden Reichsmark [13]). Die Bezahlung dieses Passivums, vor allem aber die Leistung der politischen Tribute und die Befriedigung des deutschen Kapitalhungers überhaupt war nur mit Hilfe von Auslandskrediten möglich. Es entstand eine außerordentlich hohe Auslandsverschuldung Deutschlands. Diese wurde durch die hohen Zinssätze, die als Folge der großen Kapitalnachfrage in Deutschland herrschten, stark begünstigt.

Zu Ende des Jahres 1930 war die Verschuldung Deutschlands auf etwa insgesamt 25,5 Milliarden Reichsmark gestiegen. Von diesem Betrage waren 10,8 Milliarden Reichsmark langfristig und der Rest kurzfristig nach Deutschland gegeben worden [14]). Wenn man berücksichtigt, daß der Bedarf der deutschen Wirtschaft sich vorwiegend auf langfristige Mittel richtete, dann bedeutet das starke Ueberwiegen der kurzfristigen Verbindlichkeiten allein schon ein bedenkliches Symptom. Später stellte sich heraus, daß die kurzfristig hereingenommenen Beträge in den meisten Fällen von der Wirtschaft wie Kapitalbeträge behandelt, d. h. langfristiger Verwendung zugeführt worden waren. Die ausländischen Geldgeber, welche glaubten, durch eine kurzfristige Ausleihung ihrer Gelder eine

---

[12]) Vgl. Schacht: Das internationale Schulden- und Kreditproblem. Eilsener Vortrag am 30. 8. 1934.

[13]) Errechnet nach: Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1931, 50. Jahrg., Seite 172.

[14]) Schacht: Das internationale Schulden- und Kreditproblem. Eilsener Vortrag, August 1934, Seite 52.

Verminderung des Risikos herbeizuführen, indem sie im Falle der Gefahr einen sofortigen Abruf bewerkstelligten, waren sich über die wirkliche Lage des deutschen Geld- und Kapitalmarktes keineswegs im klaren.

Die Tatsache, daß die erheblichen Zahlungen für Reparationen und Zinsen von Deutschland laufend aufgebracht wurden, führte zu einer Ueberschätzung der Leistungsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft. Es blieb zunächst unbeachtet, daß die sogenannte Erfüllungspolitik, die nach Gewährung der Dawes-Anleihe so gut zu funktionieren schien, nur mit geborgtem Gelde durchgeführt werden konnte. Die Transferierung der Tribute und die Zinsleistungen für die privaten Schulden war nur mit Hilfe von Kreditdevisen aus den geliehenen Kapitalien möglich gewesen. Das Gebäude der so entstandenen Kreditverpflichtungen ruhte aber gerade infolge der Verquickung politischer und privatwirtschaftlicher Schulden auf einer unsicheren Grundlage. Die Erfüllung der eingegangenen Verpflichtungen setzte eine dauernde gedeihliche Wirtschaftsentwicklung voraus, wobei es fraglich blieb, ob die Bezahlung der politischen Schulden in der aufgezwungenen Höhe überhaupt möglich war.

Die Hoffnungen auf eine stetige Aufwärtsentwicklung der deutschen Wirtschaft schlugen aber fehl, nicht zuletzt deshalb, weil die außerwirtschaftlichen politischen Einflüsse die Wirtschaft dauernd beunruhigten, die Aufwärtentwicklung hemmten oder gar Krisenherde schufen.

Zudem war auch die innerdeutsche Wirtschaftspolitik in ihrer marxistisch beeinflußten Grundhaltung der Förderung der deutschen Wirtschaftsentwicklung keineswegs günstig. Sie war in ihrer Steuer- und Lohnpolitik direkt kapitalfeindlich [15]). In der von den Parteien nach engen Interessengesichtspunkten gehandhabten parlamentarischen „Führung" der öffentlichen Angelegenheiten begünstigte sie eine uferlose Ausgabenwirtschaft in Reich, Ländern und Gemeinden. Weiter bürdete die fehlerhafte Wirtschaftspolitik die stets wachsenden Lasten einer überspitzten Sozialpolitik der Wirtschaft durch Anziehen der Steuerschraube ohne Rücksicht auf die Tragbarkeit auf. Andererseits geschah so gut wie nichts für eine Förderung der Kapitalbildung. Auch an Maßnahmen zur Erreichung einer richtigen Kapitalverteilung und -Verwendung mangelte es bzw. war das Vorgehen wenig erfolgreich. Was zur Förderung der Wirtschaft im allgemeinen und insbesondere zur Schaffung der

---

[15]) Vgl. Fischer: Die fehlerhafte Kreditpolitik, a. a. O., Seite 502.

Grundlagen für eine Hebung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes angestrebt oder durchzuführen versucht wurde, (Finanzreform, Umgestaltung des Steuersystems und Steuersenkung, Um- und Entschuldung, Zinssenkung), zeitigte ebenfalls keinen Erfolg. Die Pläne scheiterten meist an parteipolitischen Widerständen, und die tatsächlich zur Anwendung gekommenen Maßnahmen blieben, da sie aus den gleichen Gründen meist wenig zweckmäßig waren, unzureichend.

Bei dieser Sachlage war eine starke Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit von Geld- und Kapitalmarkt unausbleiblich. Ihren Ausdruck fand sie in einem dauernd stark überhöhten Zinsniveau, das in Verbindung mit hohen Tilgungs- und Unkostensätzen den Kapitalmarkt mehr und mehr lähmte. Schon im Jahre 1928 überstiegen nach dem Berichte der Reichsbank die Ansprüche an den Markt seine Leistungsfähigkeit bei weitem [16]). Selbst erstklassige Emissionen konnten nur teilweise untergebracht werden und die Geldnehmer mußten unter Berücksichtigung des Auslandsdisagios für ihre langfristigen Anleihen 9 % und mehr bezahlen. Vor allem zeigte sich ein dauernder Kursdruck auf den Rentenmärkten, durch welchen sich eine hohe Realverzinsung ergab. Das bedeutete ebenfalls eine Erschwerung der normalen Emissionstätigkeit. Der Geldmarkt blieb weiter überlastet und die Spannungen auf beiden Kreditmärkten vergrößerten sich.

Mit der Verschlechterung der allgemeinen Weltwirtschaftslage, die eine starke Rückwirkung auf die geschwächte deutsche Wirtschaft hatte, drohten die Gefahren einer hohen kurzfristigen Auslandsverschuldung akut zu werden. Dies mußte um so mehr der Fall sein, als zu der allgemeinen Wirtschaftskrise politische Beunruhigungen hinzutraten. Angefangen von den Pariser Reparationsverhandlungen [17]) im Frühjahr 1929 bis zu dem mit untauglichen Mitteln unternommenen und daher gescheiterten Versuch der Herbeiführung eines deutsch-österreichischen Zollpaktes im Mai 1931 bewirkten sie einen steigenden Abruf ausländscher Gelder von Deutschland und schließlich den offenen Ausbruch der bis dahin schleichenden Vertrauenskrise. Als die Weltwirtschafts- und Kreditkrise auf England und die Vereinigten Staaten übergriff und die inter-

---

[16]) Vgl. Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1928, Berlin 1929, Seite 7 ff.

[17]) Vgl. Moeller: Die Entwicklung der Währungs- und Kreditverhältnisse, in: Das Wirtschaftsjahr, 1. Jahrg., Herausgeber Raab, 1932/33, Leipzig 1933, Seite 60.

nationale Kreditmasse fluchtartig in ihre Heimat an die Punkte letzter Sicherheit trieb [18]), begann nach dem Zusammenbruch der Oesterreichischen Kreditanstalt der Run der Auslandsgläubiger auf Deutschland. In dem Bestreben, die Währungssicherheit zu retten, gab die Reichsbank von Mai bis Juli 1931 etwa 2 Milliarden Reichsmark an Gold und Devisen ab und griff weiter zu dem gefährlichen Behelf der Aufnahme von Goldkrediten von insgesamt 150 Mill $ bei ausländischen Staatsbanken.

Die Vertrauenskrise blieb aber nicht auf die ausländischen Gläubiger beschränkt, sie griff auf das Inland über, und ein Inlandsrun auf die deutschen Bankinstitute setzte ein. Diese waren dem doppelten Ansturm nicht gewachsen. Mit dem Zusammenbruch der Darmstädter Nationalbank, der Erklärung von Bankfeiertagen und der Schließung der Börsen kam der deutsche Geld- und Kapitalmarkt zum Erliegen. Bis zur Wiederaufnahme des amtlichen Wertpapierverkehrs am 12. April 1932 besaß Deutschland keinen Kapitalmarkt mehr [19]). Auch in der Folge vermochte dieser, wie die Reichsbank für das Jahr 1932 berichtete, die Ereignisse des Jahres 1931 nur schwer zu überwinden.

Hatten schon die Ereignisse des Jahres 1931 eine starke Vertrauenskrise zur Folge, so wurde noch weiteres Unheil durch die mit Notverordnung vom 8. Dezember 1931 dekretierte zwangsmäßige Zinssenkung angerichtet [20]). Im Gegensatz zu der erhofften allgemeinen Zinssenkung trat infolge des unorganischen Vorgehens nur eine Erhöhung der Effektivverzinsung durch eine starke Kurssenkung der Rentenwerte ein. Die Anlagesuchenden standen noch während der ganzen Dauer des alten Regimes im Jahre 1932 unter dem Druck der Besorgnis vor weiteren Zwangsmaßnahmen und währungs- und kreditpolitischer Experimente. Das daraus entspringende Gefühl der Unsicherheit verhinderte die Betätigung des Inlandskapitals in seiner wertvollsten Form der langfristigen Kapitalanlage. Die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes war also mit Beginn des Jahres 1933 notwendiger als je in der Nachkriegszeit.

---

[18]) Vgl. Moeller: Die Entwicklung der Währungs- und Kreditverhältnisse, a. a. O., Seite 60.

[19]) Vgl. Reichs-Kredit-Gesellschaft, Berlin, Deutschlands wirtschaftliche Lage an der Jahreswende 1931/32, Seite 34.

[20]) Vierte Notverordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen vom 8. Dezember 1931, 1. Teil, Kap. III.

2. Die Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes bis zum Erlaß der Anleihestockgesetze.

Der Wiederaufbau des deutschen Geld- und Kapitalmarktes konnte, wie dies auch die vorstehenden Ausführungen erkennen lassen, nur gelingen, wenn als Voraussetzung die Wiederherstellung des Vertrauens aller Wirtschaftskreise in die Regierungsführung erreicht wurde. Dazu war vor allem die Beseitigung der Direktionslosigkeit in der politischen und wirtschaftlichen Führung von Reich, Ländern und Gemeinden und eine klare Zielsetzung in der gesamten Wirtschafts- und Finanzpolitik notwendig.

Die Herbeiführung eines entscheidenden Umschwungs, der den bis Ende des Jahres 1932 festzustellenden fortschreitenden Verfall der deutschen Wirtschaft aufhalten und eine Gesundung der gesamten Wirtschaftslage (und damit auch des Geld- und Kapitalmarktes) erreichen sollte, konnte nur in Auswirkung einer grundsätzlich geänderten Politik und Wirtschaftspolitik erwartet werden.

Wie in der Einleitung dieser Arbeit ausgeführt, wies der Führer und Reichskanzler die Wege hierzu, indem er nach dem Grundsatze: „Gemeinnutz vor Eigennutz" die dienende Rolle des Kapitals für die Wirtschaft, der Wirtschaft und der Politik für Volk und Staat festlegte [21]). In nachdrücklicher Führung gemäß diesen Richtlinien wurde zunächst eine Bereinigung der politischen Atmosphäre erreicht. Das Durcheinander von Reichs- und Länderpolitik sowie die dauernde Beunruhigung der Wirtschaft und die schwere Beeinträchtigung ihrer Wirksamkeit durch eine fehlerhafte Politik verschwanden. Eine organische Wirtschaftspolitik griff Platz und wurde den Maßnahmen zur Änderung der politischen Verhältnisse so eingefügt, daß endlich eine Einheitlichkeit von Wirtschaftspolitik und allgemeiner Politik erreicht wurde. So konnte eine Grundlage für die Beseitigung des Hauptübels in der deutschen Volkswirtschaft, der großen Arbeitslosigkeit, und damit für eine natürliche Besserung der Gesamtwirtschaftslage geschaffen werden. Diese Tatsachen werden am besten erhellt durch einen Überblick über die ersten anderthalb Jahre der Wirksamkeit der nationalsozialistischen Regierung. Es mag dabei genügen, nur die hauptsächlichsten Maßnahmen und Ergebnisse der neuen Politik, gewissermaßen also die Meilensteine auf dem Wege

---

[21]) Reichstagsrede vom 23. 2. 1933.

zur Gesundung zu kennzeichnen und damit auch den Rahmen zu umreißen, in dem dann die Anleihestockgesetze zur Wirksamkeit kommen sollten.

Auszugsweise sei nach einer Zusammenstellung in der Zeitschrift „Die Deutsche Volkswirtschaft" folgendes ausgeführt: [22])

1933:

26. Januar.	Die Zahl der Arbeitslosen ist auf 5 996 000 gestiegen.
24. März.	Das Gesetz zur Behebung der Not von Volk und Staat (Ermächtigungsgesetz) wird verkündet.
31. März.	Vorläufiges Gesetz zur Gleichschaltung der Länder mit dem Reich. Die Volksvertretungen der Länder, Provinzen und Gemeinden werden nach dem Ergebnis der Reichstagswahlen neu gebildet.
7. April.	Das zweite Gesetz zur Gleichschaltung der Länder mit dem Reich verkündet die Einsetzung der Reichsstatthalter in den deutschen Ländern.
4. Mai.	Der Reichsstand des Handels und der Reichsstand des Handwerks werden errichtet. Der Reichsverband der deutschen Industrie bildet sich um.
1. Juni	Beginn der Arbeitsschlacht. Gesetz zur Verminderung der Arbeitslosigkeit.
10. August.	Die Zahl der Arbeitslosen geht um 358 000 auf 4 646 000 zurück. Die Arbeitsschlacht verbreitet sich über das ganze Reich.
13. September.	Das Gesetz über den Reichsnährstand nimmt die gesamte Landwirtschaft aus der freien Marktwirtschaft heraus und führt ein System von Festpreisen ein.
22. September.	Das zweite Gesetz zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit sieht 500 Mill. RM. für Hausreparaturen sowie Steuersenkungen vor.

---

[22]) Die Deutsche Volkswirtschaft 3. Jg. Nr. 4, Berlin 1934 S. 97 ff. und Nr. 18 S. 546.

1934:

20. Januar. Das Gesetz zur Ordnung der nationalen Arbeit wird verkündet.

25. Mai. Die Zahl der Beschäftigten hat im April um rund 640 000 zugenommen. Damit ist ein Beschäftigtenstand von 15 326 000 erreicht, der um 268 000 (2 628 000) über der Vorjahresziffer vom gleichen Stichtag und um 3 839 000 über dem Tiefstand der Beschäftigung im Jahre 1933 liegt.

Die Zahl der beschäftigten Arbeiter hat sich von 54,4 % der Arbeiterplatzkapazität im März auf 57 % im April erhöht.

Reichssteuereinnahmen im April: Aufkommen an Lohnsteuer 64 462 375 RM gegen 60,5 Mill. RM im April 1933; an Umsatzsteuer im April 1934 158,3 Mill. RM gegen 120,9 Mill. RM im April 1933.

Durch die so geschaffene Grundlage für eine Besserung der gesamten deutschen Wirtschaftslage wurden auch die Wege für eine Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Geld- und Kapitalmarktes frei. Die Probleme, die hier der Lösung harrten, waren, wie P u h l festgestellt hat, die folgenden: [23]).

Stärkung des Vertrauens,
Verbreiterung des Marktes,
Herbeiführung einer organischen Zinssenkung,
Erhöhte Aktivität der Notenbank,
Förderung des Personalkredits,
Förderung der Kapitalbildung,
Planmäßige Verwendung vorhandener Mittel,
Kurspflege.

Fügt man diesem Ueberblick über die Arbeit der nationalsozialistischen Regierung einen weiteren über ihre Geld- und Kapitalmarktpolitik hinzu, so ist hier als Leitlinie für das Vorgehen nach S c h a c h t zunächst folgendes festzuhalten:

„Im Gegensatz zu den willkürlichen Eingriffen der Brüning'schen Steuer- und Finanzpolitik, die für den deutschen Kapitalmarkt seinerzeit so abträglich gewesen ist, sind alle steuerlichen und wirtschaftlichen Maßnahmen der nationalsozialisti-

---

[23]) P u h l: Der Wiederaufbau des Geld- und Kapitalmarktes, in: Untersuchung des Bankwesens. 1933, I. Teil, Band 2, Ref. III/4. Berlin 1933, Seite 240.

schen Regierung auf eine natürliche Besserung der Wirtschaftslage und damit des Kapitalmarktes abgestellt“ [24]).

Für die Aneinanderreihung der Maßnahmen sind folgende Punkte hervorhebenswert :

Kontrolle des Kapitalmarktes durch Einsetzung einer Kommission zur Ueberwachung seiner Beanspruchung,
Die offene Marktpolitik,
Die landwirtschaftliche Schuldenregelung,
Die Gemeindeumschuldung,
Die Zinskonversion,
Das umfassende Gesetz zur allgemeinen Regelung des Kreditwesens.

Für die Kennzeichnung der Einfügung der Anleihestockgesetze in diesen Rahmen ist es notwendig, Wesen, Zweck und Erfolg der genannten Aktionen etwas näher zu schildern, wenngleich auch eine erschöpfende Betrachtung hier nicht erfolgen kann, für die engeren Zwecke der Arbeit aber auch nicht notwendig erscheint.

Zur Kontrolle des deutschen Kapitalmarktes wurde durch Kabinettsbeschluß vom 31. Mai 1933 eine Kommission unter Führung des Reichsbankpräsidenten eingesetzt. Ihr lag es ob, alle den Geld- und Kapitalmarkt betreffenden Angelegenheiten zu überwachen. Damit sollte erreicht werden, daß Störungen durch falsche Dispositionen oder Eingriffe nicht verantwortlicher Stellen vermieden wurden [25]). Vor allem sollte eine nach den Gesichtspunkten des Allgemeinwohls bestmögliche Verwendung der Kapitalien, die der vorerst noch wenig leistungsfähige Kapitalmarkt hergeben konnte, gewährleistet werden. Auch nach der zu erwartenden Besserung der Kapitalmarktslage sollte durch die Arbeit der Kommission etwaigen Rückschlägen durch unangebrachte Beanspruchung des Kapitalmarktes vorgebeugt werden. Tatsächlich konnte, wie der Reichsbankpräsident und Reichswirtschaftsminister Schacht festgestellt hat, verhindert werden, „daß jeder Beliebige für seine Wertpapieremissionen den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen und die anfallenden Ersparnisse für seine Sonderzwecke abschöpfen konnte“ [26]).

---

[24]) Reichsbankpräsident Dr. Schacht über die Zinssenkungsaktion. Rundfunkansprache am 26. 1. 1935. (als Manuskript gedruckt).
[25]) Verwaltungsbericht der Reichsbank 1933, Seite 7.
[26]) Schacht : Rundfunkrede vom 25. 1. 1935, a. a. O.

Der Einrichtung einer ständigen Ueberwachung des Kapitalmarktes folgte ein ganzer Komplex von Um- und Entschuldungsmaßnahmen. Durch sie wurde der schon durch die energische Arbeitsbeschaffungspolitik erzielte Umschwung in der Gestaltung der allgemeinen Wirtschaftslage zur Besserung wirksam unterstützt und die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes weiter vorbereitet. Es handelt sich hier um die außerordentlich bedeutsame Maßnahme der Gemeindeumschuldung und die landwirtschaftliche Schuldenregelung.

Die nationalsozialistische Regierung hatte es sich, getreu der vom Nationalsozialismus seit jeher vertretenen und erst mit seinem Machtantritt zur Durchsetzung gekommenen Erkenntnis von der großen Bedeutung eines lebensfähigen Bauernstandes, ohnehin zu einer ihrer Hauptaufgaben gemacht, die gesamte Volkswirtschaft auf eine völlig gesunde Wirtschaftsgrundlage zu stellen. Dazu bedurfte es neben der Gewährleistung eines angemessenen Preisniveaus für Agrarerzeugnisse auch einer endgültigen Lösung des Problems des Agrarkredits und einer landwirtschaftlichen Schuldenregelung. Daß sich hieraus auch zukünftige Rückwirkungen auf die Lage des Kapitalmarktes ergeben mußten, zeigt schon der sehr hohe Stand der landwirtschaftlichen Gesamtverschuldung und der große Anteil der kurz- und mittelfristigen Verschuldung an der gesamten Kreditbelastung der Landwirtschaft. Nach Mitteilungen der Deutschen Rentenbank-Kreditanstalt betrug die Gesamtverschuldung am 1. 7. 1931 12,1 Milliarde Reichsmark [27]), hiervon machte die mittel- und kurzfristige Verschuldung etwa 40 % aus.

Die Versuche früherer Regierungen, der Landwirtschaft durch Um- und Entschuldung und weitere Maßnahmen, wie Zinssenkung und Zwangsvollstreckungsschutz, zu helfen, waren ohne durchgreifenden Erfolg geblieben, weil die Voraussetzung, die Erreichung einer genügenden Rentabilität der Landwirtschaft nicht gegeben war und auch im Zuge der Maßnahmen nicht eintrat. Die nationalsozialistische Regierung setzte zunächst die Osthilfemaßnahmen fort; darüber hinaus verwirklichte sie aber auch durch Ausdehnung des Anwendungsbereiches der Entschuldungsmaßnahmen auf das ganze Reichsgebiet eine Einheitlichkeit in der Regelung der landwirt-

---

[27]) Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt : Die Kreditlage der der deutschen Landwirtschaft im Wirtschaftsjahr 1932. Berlin 1934, Seite 6.

schaftlichen Schuldverhältnisse durch das Gesetz vom 1. Juli 1933 [28]).

Außer der Herbeiführung eines gesunden Preisniveaus für landwirtschaftliche Erzeugnisse durch die Herausnahme der Landwirtschaft aus der kapitalistischen Marktwirtschaft wurde noch ein ganz neuer Weg in der Agrar- und Agrarkreditpolitik mit dem Erbhofgesetz beschritten. Es wurde am 29. September 1933 erlassen und bewirkte hinsichtlich Beeinflussung der Kapitalmarktlage schon insofern eine Entlastung der deutschen Kreditmärkte, als mit ihm zwei Drittel der Gesamtverschuldung der Landwirtschaft in eine unkündbare Rentenschuld umgewandelt wurde.

Der nächste Schritt zur Bereinigung des Kapitalmarktes mußte die Unruhequelle, die sich durch die hohe Verschuldung der Gemeinden ergab, hinwegräumen. Die Gesamtverschuldung der Gemeinden war in den Jahren 1928 bis 1932 auf über 11 Milliarden Reichsmark angewachsen und von den in dieser Summe enthaltenen ca. 9 Milliarden Inlandsschulden stellte ein Betrag von fast 3 Milliarden Reichsmark mittel- und kurzfristige Verschuldung dar [29]). Zum Teil infolge der hohen kurzfristigen Verschuldung überhaupt, zum Teil auch weil einige große Gemeinden ihren Verbindlichkeiten aus den kurzfristigen Krediten nicht mehr nachkommen konnten und dieser Fall bei andern ebenfalls einzutreten drohte, andererseits wegen der allgemeinen mißlichen Verhältnisse am Kapitalmarkte und seiner Ueberlastung mit Kommunalanleihen hatte das Vertrauen zu solcher Kapitalanlage empfindlich gelitten. Ein niedriger Kursstand war die Folge, und die Schaffung von Abhilfe wurde deshalb dringend notwendig.

Auch hier gelang es der nationalsozialistischen Regierung mit dem am 28.9.1933 erlassenen „Gesetz über die Umwandlung kurzfristiger Inlandsschulden der Gemeinden (Gemeindeumschuldungsgesetz) [30]) eine durchgreifende Besserung zu erreichen. Dank der geleisteten Vorarbeit der Regierung zur Wiederherstellung des Vertrauens in eine gedeihliche Weiterentwicklung konnten bis zum März 1934 schon 2 $^1/_2$ Milliarden kurzfristiger Gemeindekredite der Umschuldung unterzogen werden und die Umschuldungsaktion wickelte sich auch weiter reibungslos ab. Sie war gleichzeitig — und das erscheint hinsichtlich der

---

[28]) RGBL. I, Seite 331.

[29]) Die Deutsche Volkswirtschaft, 2. Jahrg., 1935, Nr. 13, Seite 395.

[30]) Wirtschaft und Statistik, 14. Jahrg., 1934, Nr. 23, S. 793.

Weiterentwicklung der Kapitalmarktverhältnisse besonders erfreulich — mit einer Herabsetzung der Zinssätze verbunden. „Der Umschuldungsverband deutscher Gemeinden", der Träger der Umschuldung bot den inländischen Gläubigern der Gemeinden für ihre kurzfristigen Forderungen seine auf mindestens 20 Jahre lautenden, mit 4 % verzinslichen Schuldverschreibungen an. Sie wurden auch in dem genannten Ausmaße abgenommen, da sie 1. mit einer Reichsgarantie ausgestattet waren, da 2. die das Angebot ablehnenden Gläubiger einer fünfjährigen Wartefrist unterworfen wurden, und da sich 3. angesichts der nahenden allgemeinen Konversionsreife des Kapitalmarktes die Erkenntnis durchzusetzen begann, daß die 4 %ige Rente künftig wieder auf dem Kapitalmarkt vorherrschen würde.

Dieser weiteren Entlastung des Kapitalmarktes folgte sodann die Schaffung der Möglichkeit für die Reichsbank, über die bisher allein möglich gewesene Diskontpolitik hinaus einen stärkeren kreditpolitischen Einfluß auf die Gestaltung der Geld- und Kapitalmarktlage ausüben zu können. Durch eine Aenderung des Bankgesetzes vom 30. August 1924 kam es mit einem neuen Gesetz vom 27. 10. 1933 [31]) zur Einführung der sogenannten Offenen Marktpolitik; d. h. die Vorschriften für die nichtmetallische Notendeckung, für die bisher nur Handelswechsel in Frage kamen, wurden abgeändert. Die bisher engen Möglichkeiten der Kreditgewährung durch das Noteninstitut erfuhren so eine Erweiterung. Der Reichsbank wurde es jetzt ermöglicht, „zur Regelung des Geldmarktes festverzinsliche, zum amtlichen Börsenhandel zugelassene Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen" [32]), und damit auf die Gestaltung des Kapitalmarktes unmittelbar einzugreifen. Damit wurde es der Reichsbank möglich, eine gewisse Kurspflege auf dem Kapitalmarkt zu treiben und einen Einfluß auf die jeweilige Liquiditätslage zu gewinnen. Auch diese Maßnahme hatte, wie Schacht betont hat, dazu gedient, den Kapitalmarkt zu stützen [33]).

Mit den vorstehend skizzierten Maßnahmen ist der Rahmen umrissen, in welchen sich dann die Anleihestockgesetze einfügen. Ihr Erlaß in Verbindung mit weiteren wichtigen Maßnahmen (Zinskonversion, Reichsgesetz über das Kreditwesen) liegt durchaus im Rahmen der organischen Kapitalmarktpolitik

---

[31]) RGBl. II, Seite 827.
[32]) § 21 des Gesetzes.
[33]) Schacht: Rundfunkansprache vom 25. 1. 1935, a.a.O.

und in deren Weiterführung, die, wie im folgenden noch gezeigt werden wird, bereits zu einer Erstarkung des deutschen Kapitalmarktes und innerhalb dessen besonders des Rentenmarktes geführt hat.

Die gesetzlichen Grundlagen für die zeitweilige Begrenzung der Gewinnausschüttung.

Mit dem Erlaß des Kapitalanlagegesetzes im März 1934 trat die Kapitalmarktpolitik der Regierung in eine neue Phase ihrer Wirksamkeit ein. Während bisher alle Maßnahmen, die auf eine Konsolidierung des Kapitalmarktes hinzielten, die private Wirtschaft nicht direkt berührten, wurden nunmehr auch die Unternehmungen in den Dienst des Zieles einer Bereinigung des Kapitalmarktes gestellt. Innerhalb dieser Entwicklung sind wiederum zwei Abschnitte zu unterscheiden. In der ersten Periode, die ungefähr das Jahr 1934 umfaßt, zielen die vom Gesetzgeber erlassenen Vorschriften darauf hin, die wichtigste Gruppe der privaten Unternehmungen, die Kapitalgesellschaften, zu veranlassen, einen Teil ihrer Mittel zu Ankäufen von Rentenwerten zu benutzen. Man hatte sich davon zwei günstige Wirkungen versprochen : Auftreten von Nachfrage auf dem Rentenmarkt und Beschränkung der Gewinnausschüttungen auf dem Aktienmarkt. Erst als sich im Laufe des Jahres 1934 herausstellte, daß infolge von Ausweichmöglichkeiten, die im betriebswirtschaftlichen Teil dieser Arbeit noch eingehend dargelegt werden, der erwartete Erfolg ausblieb, hat man weitergehende Maßnahmen getroffen, die im Dezembergesetz 1934 ihren Niederschlag fanden. Mit dieser Regelung setzt die zweite Periode der Entwicklung ein, die dadurch gekennzeichnet ist, daß eine Dividendenbegrenzung gesetzlich festgelegt wird, durch welche ein zu starkes Auseinanderklaffen der Verzinsung von Aktien- und Rentenwerten verhindert und damit eine Bevorzugung des Aktienmarktes zu Lasten des für in diesem Zeitpunkt wichtiger erachteten Rentenmarktes durch das anlagesuchende Kapital beseitigt wird.

Hieraus ergibt sich zwangsläufig eine Zweiteilung der Untersuchungsgrundlagen. Während das erste Gesetz vom 29. März 1934 Probleme aufgeworfen hat, die in der Hauptsache die Unternehmungspolitik betreffen, also rein betriebswirtschaftliche Fragen berühren, gehen die Wirkungen des zweiten Gesetzes vom 4. Dezember 1934 einen Schritt weiter insofern, als sie der Betriebspolitik nur noch einen sehr beschränkten Spielraum lassen, während sie auf die Gestaltung der beiden wichtigsten Teilmärkte, des Aktien- und Rentenmarktes, einen bedeutenden Einfluß ausgeübt haben.

Zum besseren Verständnis der kritischen Untersuchungen ist es notwendig, zunächst einen wenn auch knappen Überblick über die beiden in Frage kommenden Gesetze zu geben. Auf Einzelheiten der Vorschriften, sowie auf die durch die Durchführungsverordnungen zum Dezembergesetz geschaffene Lage, einzugehen, wird im Laufe der Darstellungen immer wieder Gelegenheit sein.

1. Das Kapitalanlagegesetz vom 29. März 1934.

a) Der Anwendungsbereich.

Vorerst ist klarzustellen, welche Unternehmungen überhaupt von diesem Gesetze betroffen werden. § 1 spricht zunächst ganz allgemein von Kapitalgesellschaften. Dieser Begriff ist aber rechtlich durchaus nicht feststehend, und deshalb wird im § 2 noch aufgezählt, welche Gesellschaften der Gesetzgeber insbesondere erfassen will. Es sind dies :

Aktiengesellschaften,
Kommanditgesellschaften auf Aktien,
Kolonialgesellschaften,
Bergrechtliche Gewerkschaften,
Gesellschaften mit beschränkter Haftung.

Nicht betroffen von dem Gesetz wird also die große Zahl der Einzelunternehmungen und der Personalgesellschaften.

b) Der Inhalt des Gesetzes.

Die im vorstehenden umschriebenen Kapitalgesellschaften sind verpflichtet, unter gewissen Umständen Anleihen des Reiches, der Länder oder Gemeinden, die laufend verzinslich, nur im Inlande zahlbar und zum Handel an deutschen Börsen zugelassen sind (§ 3), zu kaufen und in ihrem Wertpapierportefeuille für eine vorgeschriebene Dauer zu halten (Anleihestock). Die Verpflichtung zum Kauf der bezeichneten Wertpapiere ist von der Höhe der ausgezahlten Dividende für Abschlüsse, die innerhalb des Zeitraumes vom 1. Oktober 1933 bis 31. Dezember 1934 liegen, im Vergleich mit der des Vorjahres abhängig. Sobald nämlich der in dieser Zeit im Verhältnis zum eingezahlten Kapital ausgeschüttete Gewinn größer ist als der vorjährige, sind in der Höhe des überschießenden Teiles Rentenwerte anzukaufen und in der Bilanz auszuweisen. (Anleihestock) Eine Einschränkung macht das Gesetz insofern, als Dividenden bis 6 % auf jeden Fall nicht zur Anlegung eines Anleihestockes verpflichten.

Die Auswirkungen des Gesetzes sollen im nachfolgenden durch einige praktische Beispiele erläutert werden. Hat eine A.-G. im Vorjahre 3 % Dividende ausgeschüttet und erhöht sich im folgenden Jahre der Dividendensatz auf 5%, so besteht nach § 1 Absatz 1 keine Verpflichtung zur Bildung eines Anleihestockes. Wird dagegen die Höhe der Dividende auf 7 % festgesetzt, dann sind Anleihen im Betrage, der der Mehrausschüttung von 6 % entspricht, also 1 % des eingezahlten Kapitals, anzukaufen. Wurden im vergangenen Jahre bereits 10 % zur Ausschüttung gebracht und bleibt dieser Satz auch weiterhin in unveränderter Höhe bestehen, so besteht keine Verpflichtung zur Bildung eines Anleihestocks. Erst wenn die Dividende über den vorjährigen Satz erhöht wird, muß für den Betrag der erhöhten Gewinnausschüttung ein Anleihestock gebildet werden.

Das Gesetz sieht zwei Ausnahmen vor, bei denen die Anwendung der Vorschrift entfällt, obwohl eine Erhöhung der Gewinnausschüttung stattgefunden hat. Erstens, wenn vor Inkrafttreten des Gesetzes die Generalversammlung bereits über die Gewinnverteilung beschlossen hat, und zweitens, was von entscheidender Bedeutung sein dürfte, wenn in einem der drei vorangegangenen Geschäftsjahre eine Kapitalherabsetzung stattgefunden hatte. Dabei ist nicht näher umrissen, ob es sich bei der Herabsetzung des Kapitals nur um die Sanierung handeln soll, oder ob auch die Kapitalreduktion durch Ausschüttung von Mitteln hierher gehört. Man hat die Auslegung dieses Begriffes in den später zu erwartenden Durchführungsbestimmungen erhofft, die aber zu diesem Gesetz nicht ergangen sind.

c) Die zeitliche Dauer.

Hinsichtlich des Anleihestockes sieht das Gesetz zunächst vor, daß die beschafften Effekten mindestens bis 31. März 1936 im Vermögensverband der Unternehmung verbleiben müssen. Es darf rechtsgeschäftlich nicht über sie verfügt werden, d. h. die Lombardierung von Wertpapieren aus dem Anleihestock ist untersagt. Nur wenn die Unternehmung aufgelöst oder über das Vermögen Konkurs verhängt wird, ist eine Verfügung über den Anleihestock gestattet.

Die Geltungsdauer des Gesetzes ist bei Bekanntgabe nicht genannt worden. Es ist demnach heute noch in Gültigkeit, obwohl die wichtigsten Bestimmungen durch das inzwischen erlassene und im folgenden zu besprechende zweite Anleihestockgesetz, soweit es sich um Gesellschaften mit einem Kapital über RM 100 000.— handelt, sehr schnell überholt worden sind.

Für diejenigen Unternehmungen, deren Gesellschaftskapital unterhalb der genannten Grenze liegt, findet das Gesetz also bis auf weiteres noch Anwendung.

2. Das Anleihestockgesetz vom 4. Dezember 1934.

Das Dezember-Gesetz unterscheidet sich schon rein äußerlich von dem vorangegangenen in der Benennung. Während die März-Verordnung den Titel „Gesetz über die Bildung eines Anleihestocks bei Kapitalgesellschaften ‚Kapitalanlagegesetz'" führt, heißt das zweite: „Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften (Anleihestockgesetz)". Schon in der Benennung kommt also zum Ausdruck, daß die neue Fassung eine Verschärfung bedeutet, denn jetzt wird auf die Höhe der Gewinnausschüttung direkt Einfluß genommen, was bei dem zuvor erlassenen Gesetz noch nicht der Fall gewesen ist. Außerdem findet eine Erweiterung des Anwendungsbereiches insofern statt, als der Kreis der unter das Gesetz fallenden Gesellschaften durch eine neue Umschreibung des Begriffes „Kapitalgesellschaften" erweitert worden ist.

a) Der Anwendungsbereich.

Nach § 1 des Gesetzes finden seine Bestimmungen wiederum nur auf Kapitalgesellschaften Anwendung. Was darunter zu verstehen ist, wird in § 2 erläutert. „Kapitalgesellschaften im Sinne des Gesetzes sind Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften auf Aktien, Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Kolonialgesellschaften, bergrechtliche Gewerkschaften sowie andere juristische Personen des öffentlichen und privaten Rechts, falls sie Erwerbszwecke verfolgen und die Mitglieder ihre Anteile an dem Vermögen der juristischen Personen an Dritte übertragen können, jedoch mit Ausnahme der eingetragenen Genossenschaften, der Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit und anderer rechtsfähiger Vereine".

Die später erlassenen Durchführungsverordnungen haben aber eine Einschränkung des Kreises der Unternehmungen, die dem Gesetz unterliegen, gebracht. Zunächst fallen alle diejenigen Gesellschaften nicht unter das Anleihestockgesetz, deren Gesellschaftskapital 100 000 Reichsmark nicht übersteigt [34]). Dabei ist nicht das eingezahlte Kapital, sondern das

---

[34]) Verordnung zur Durchführung und Ergänzung des Anleihestockgesetzes vom 27. Februar 1935 (RGBl. I Seite 1222) Artikel 2 (künftig zitiert als 1. Verordnung).

satzungsgemäß festgelegte Kapital maßgebend. Besitzt also eine Gesellschaft ein Kapital von 150 000 Reichsmark, von dem zunächst nur 50 %, also 75 000 Reichsmark eingezahlt sind, dann unterliegt die Gesellschaft dem Anleihestockgesetz. Sofern das Kapital nach dem Erlaß des Gesetzes auf 100 000 Reichsmark oder einen niedrigeren Betrag herabgesetzt wird, so gilt die Freigrenze nur, wenn der Reichswirtschaftsminister im Einvernehmen mit dem Reichsminister der Finanzen seine Zustimmung erteilt [35]).

Für Unternehmungen, die nach den vorgenannten Bestimmungen nicht unter das Dezember-Gesetz fallen, findet auch weiterhin das Kapitalanlagegesetz vom 29. März 1934 Anwendung, wenn die Voraussetzungen dieses Gesetzes gegeben sind [36]).

Eine weitere Einschränkung des Anwendungsbereiches ergibt sich aus der Befreiung der sogenannten Organgesellschaften von den Vorschriften des Gesetzes. Die 1. Durchführungsverordnung bestimmt in Artikel 2 Satz 3, daß das Gesetz auf solche Kapitalgesellschaften, die zufolge einer vor dem Inkrafttreten des Gesetzes begründeten Verpflichtung ihren gesamten Gewinn an Dritte abführen, keine Anwendung findet. Werden solche Verpflichtungen nach dem Inkrafttreten des Gesetzes neu begründet, dann unterliegen die Gewinne nur dann nicht den Vorschriften über die Bildung eines Anleihestocks, wenn der Reichswirtschaftsminister und der Reichsminister der Finanzen ihre Zustimmung erteilen.

Ein besonderes Privileg besteht außerdem für die sogenannten Konzerngesellschaften. „Wenn eine inländische Kapitalgesellschaft an einer anderen Kapitalgesellschaft mit mindestens 25 vom Hundert des Gesellschaftskapitals dieser Gesellschaft beteiligt ist, so kann diese Gesellschaft von einer Ueberweisung der auf die Beteiligung entfallenden, nach dem Gesetze aber nicht bar zahlbaren Gewinnanteile an die Deutsche Golddiskontbank absehen, solange die beteiligte Gesellschaft ihre Beteiligung bei der Deutschen Golddiskontbank oder mit deren Einverständnis bei einer anderen Stelle hinterlegt hat“ [37]).

---

[35]) Ebenda.

[36]) Zweite Verordnung zur Durchführung und Ergänzung des Anleihestockgesetzes vom 18. April 1935 (RGBl. I S. 558), Art. 4 (künftig zitiert als 2. Verordnung).

[37]) Erste Verordnung, a. a. O., Artikel 3.

Die Begründung für die bevorzugte Behandlung der Konzernunternehmungen dürfte darin zu suchen sein, daß die Dividendenzahlungen auf Seiten der Gesellschaften zwar eine Verteilung von Reingewinn bedeuten, auf Seiten des Empfängers aber nicht immer reines Einkommen darstellen. Dies ist beispielsweise dann nicht der Fall, wenn die Aktien durch Inanspruchnahme von Kredit beschafft werden, sodaß den Einnahmen aus Dividenden einerseits Zinsverpflichtungen andererseits gegenüberstehen. Nicht selten wird das aber bei industriellen Unternehmungen, die Beteiligungen zwecks Abrundung ihres Geschäftsbereiches erworben haben, zutreffen. „Wird in einem solchen Falle der Dividenden-Ertrag der Beteiligung nachträglich beschränkt, während auf der anderen Seite die Zinsverpflichtungen weiterlaufen, so können dadurch ganze Konzerne vor eine schwierige Situation gestellt werden“ [38]). Deshalb wird es solchen Gesellschaften gestattet, den Gewinn der von ihnen abhängigen Gesellschaften in voller Höhe zu beziehen [39]). Eine mißbräuchliche Benutzung der durch die Bestimmungen der 1. Durchführungsverordnung gewährten Vergünstigungen wird dadurch vermieden, daß die Beteiligungseffekten durch Hinterlegung oder Abtretung gebunden werden. Dabei stellte sich allerdings heraus, daß „komplizierte Besitzverhältnisse eine derartige Abtretung unverhältnismäßig schwierig und kostspielg gestalten können“[40]). Aus diesem Grunde wurde in der 2. Durchführungsverordnung insofern eine Erleichterung geschaffen, als die Deutsche Golddiskontbank die Unternehmungen in solchen Fällen von der treuhänderischen Abtretung befreien kann, in denen ausreichende Gewähr besteht, „daß der mit der Abtretung verfolgte Zweck auch bei Anwendung anderer Maßnahmen erreicht wird“ [41]).

Von den Vorschriften des Gesetzes ist weiterhin eine Befreiung für Kapitalgesellschaften vorgesehen, an denen das Reich, ein Land, eine Gemeinde oder ein Gemeindeverband beteiligt sind. In diesen Fällen wird von einer Abführung des auf die Beteiligung entfallenden Gewinnes auch dann verzichtet, wenn diese weniger als 25 % beträgt.

---

38) Frankfurter Zeitung vom 23. Dezember 1934.

39) Deumer: Das Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften. Berlin und Leipzig 1935. Seite 47.

40) Fromm: Ergänzung der Durchführungsbestimmungen zum Anleihestockgesetz. Der Wirtschaftstreuhänder Nr. 10, Leipzig 1935, Seite 234.

41) 2. Durchführungsverordnung, a. a. O., Artikel 1 Satz 1.

b) Der Inhalt des Gesetzes.

Die wichtigste Bestimmung des Gesetzes liegt in der Vorschrift einer Begrenzung des unmittelbar ausschüttbaren Reingewinns. § 6 besagt hierüber: „Der für ein Geschäftsjahr bar auszuschüttende Gewinn darf 6 vom Hundert des eingezahlten Kapitals nicht überschreiten". Nur wenn im vorangegangenen Jahre die Gesellschaft einen höheren Dividendensatz als 6 % zur Verteilung gebracht hat, darf sie auch künftig eine höhere Quote als 6 % zur Ausschüttung bringen, keinesfalls aber mehr als 8 % des eingezahlten Gesellschaftskapitals. Der Prozentsatz von 8 % stellt also in jedem Falle die obere Grenze des überhaupt an die Aktionäre zur Auszahlung kommenden Gewinnanteils dar. Wenn die Unternehmung einen Reingewinn erwirtschaftet hat, der an sich eine höhere Verteilung rechtfertigen würde, dann steht der über die maximale vom Gesetz gesteckte Grenze hinausgehende Gewinnanteil zwar den Gesellschaftern zu, sie können aber im Augenblick nicht darüber verfügen, vielmehr ist die Unternehmung verpflichtet, denjenigen Teil des Reingewinnes, der nicht unmittelbar zur Verteilung kommen darf, an die Deutsche Golddiskontbank zu überweisen. Dieses Institut hat den überwiesenen Betrag alsbald in Anleihen des Reiches anzulegen (Anleihestock) und den Anleihestock treuhänderisch für die Gesellschafter zu verwalten.

Gegenüber dem März-Gesetz ist also eine Verschärfung in zweifacher Hinsicht festzustellen. Einmal wird der Ankauf der Rentenwerte aus dem Reingewinn nicht mehr der Initiative der einzelnen Unternehmung überlassen, sondern diese hat die entsprechenden Beträge einer zentralen Stelle zur Verfügung zu stellen, die nun ihrerseits die Anlagen tätigt. Zum anderen ist aber die Tatsache von einschneidender Bedeutung, daß die Ausschüttung des Gewinns in seiner Höhe begrenzt worden ist, was eine wesentliche Vergrößerung der für den Kapitalmarkt anfallenden Beträge zur Folge haben muß. Wenn eine Unternehmung im Vorjahre 10 % Gewinn ausschüttete und dieser Prozentsatz blieb im folgenden Jahre in unveränderter Höhe bestehen, dann brauchte die Unternehmung nach dem alten Gesetz keinen Anleihestock zu bilden; nach dem neuen muß sie 20 % des gesamten Dividendenbetrages an die Deutsche Golddiskontbank abführen. Tritt eine Erhöhung der verteilbaren Gewinnquote auf 12 % ein, dann waren früher 2 % des eingezahlten Gesellschaftskapitals in den Anleihestock zu legen, jetzt dagegen sind 4 % des Kapitals abzuführen.

An Hand der nachstehenden Zahlentafel soll gezeigt werden, in welcher Weise sich das Gesetz auf die unmittelbar zur Verteilung kommenden Dividendensätze und die abzuführenden Beträge auswirkt:

	in v. H. des eingezahlten Kapitals:											
Dividende 1933	3	4	6	6	7	8	8	9	10	10	11	12
Reingewinn 1934	5	6	7	10	7	7	11	10	5	6	7	8
Ausschüttung an die Gesellschafter	5	6	6	6	7	7	8	8	5	6	7	8
Ueberweisung an die Golddiskontbank	—	—	1	4	—	—	3	2	—	—	—	—

Während das März-Gesetz noch diejenigen Firmen, die in einem der drei vorangegangenen Geschäftsjahre eine Kapitalherabsetzung vorgenommen hatten, außerhalb der Regelung ließ, werden solche Unternehmungen nach dem Dezember-Gesetz nicht mehr schlechthin von der Gewinnabführung befreit. § 3 des neuen Gesetzes bestimmt nämlich: Wenn in dem Jahre für das der Reingewinn ausgeschüttet wird, oder in den beiden Vorjahren das Kapital herabgesetzt worden war, so wird der Hundertsatz unter Berücksichtigung des Betrages, um den das Kapital herabgesetzt ist, berechnet.

Dabei wurde vom Gesetz zunächst noch die Frage offen gelassen, ob mit Kapitalherabsetzung nur die Sanierung oder auch die Kpitalrückzahlung gemeint ist. In einigen Fällen hat diese Unklarheit praktische Bedeutung gehabt. So findet sich in der Deutschen Bergwerkszeitung folgender Bericht:

> „Eine neue Frage taucht jetzt auf mit der Beschlußfassung über die Gewinnverteilung der J. Eichenberg A.-G. für Wäschefabrikation, Berlin. Die Hv. hat gemäß den Vorschlägen des Vorstandes eine Dividende von 10 % beschlossen. Zur Ausschüttung kommen sollen jedoch vorerst nur 8 %. Mitte 1933 hat die Gesellschaft nämlich das Kapital auf die Hälfte vermindert, jedoch handelt es sich dabei nicht um eine Sanierung, sondern um den seltenen Fall der Kapitalrückzahlung an die Aktionäre. Formal-juristisch wäre die Ausschüttung des vollen Dividendensatzes wohl denkbar, da das Anleihestockgesetz schlechthin von Kapitalherabsetzung spricht, ohne einen Unterschied zwischen Sanierungsmaßnahmen und Rückzahlung auf Grund der finanziellen Verhältnisse zu machen. Es kann aber wohl kaum ein Zweifel darüber bestehen, daß der Gesetzgeber nur an Sanierungsfälle gedacht hat. Infolgedessen erscheint

die vorläufige Zurückstellung des Dividendenanteils von 2 % durchaus nicht als übervorsichtig. Die Verwaltung hat Verhandlungen mit der Golddiskontbank eingeleitet, die wohl baldigst die Klärung einer weiteren der noch offen gebliebenen Fragen zum Anleihestockgesetz ergeben dürften." [42])

Tatsächlich hat dann die Durchführungsverordnung vom 27. Februar 1935 die Klärung dieser Angelegenheit gebracht, indem bestimmt wird, daß der § 3 des Gesetzes dann keine Anwendung findet, wenn auf Grund der Kapitalherabsetzung Kapital an die Gesellschafter zurückgezahlt worden ist oder die Gesellschafter von der Verpflichtung zur Leistung von Einlagen befreit worden sind. [43])

Weitere Bestimmungen, die durch die erlassenen Durchführungsverordnungen ergangen sind, werden im weiteren Verlauf der Darstellung Berücksichtigung finden.

c) Die zeitliche Dauer.

Während das März-Gesetz keiner zeitlichen Befristung unterlegen war, ist die Gültigkeitsdauer des Dezember-Gesetzes von vornherein festgelegt. „Das Gesetz gilt für den ersten Jahresabschluß, über den nach dem Inkrafttreten dieses Gesetzes von den zuständigen Gesellschaftsorganen Beschluß gefaßt wird, und für die Abschlüsse der beiden folgenden, einen Zeitraum von mindestens je 12 Monaten umfassenden Geschäftsjahre." (§ 11)

Ebenso wird bestimmt, wie lange den Aktionären der in Anleihen angelegte Teil ihres Gewinnes bei der Golddiskontbank verwaltet wird. § 6 Absatz 1 besagt hierüber: „Nach der Beschlußfassung über die Verteilung des Gewinnes für den ersten Jahresabschluß, auf den dieses Gesetz keine Anwendung mehr findet (§ 11), ist der gesamte Anleihestock unter die alsdann gewinnberechtigten Gesellschaften nach den für die Gewinnverteilung geltenden Grundsätzen der Gesellschaft nach näherer Anordnung des Reichswirtschaftsministers aufzuteilen."

Erwähnt wurde bereits, daß das zweite Gesetz das erste nicht ohne weiteres aufhebt, jedoch findet das Märzgesetz, soweit das Dezember-Gesetz gilt, keine Anwendung. (§ 11).

---

[42]) Deutsche Bergwerkszeitung vom 15. 1. 1935.
[43]) Erste Durchführungsverordnung, a.a.O., Artikel 7, Satz 1.

Die betriebswirtschaftlichen Probleme aus den Anleihestockgesetzen.

In den folgenden Untersuchungen sollen die Auswirkungen der Anleihestockgesetze unter besonderer Berücksichtigung der betrieblichen Gegebenheiten besprochen werden. Es werden dabei die beiden Gesetze nebeneinander behandelt, wobei es sich nicht vermeiden läßt, daß das erste Gesetz in den Mittelpunkt der Besprechung gerückt wird, obwohl sein Anwendungsbereich infolge der im Dezember 1934 erfolgten Neuordnung stark eingeengt worden ist. Eine eingehende Untersuchung des März-Gesetzes rechtfertigt sich aber trotzdem, weil gerade dieses Gesetzeswerk für den Betriebswirt in mancher Hinsicht interessanter ist als das Dezember-Gesetz, das der Betriebspolitik nur noch einen engen Spielraum läßt.

Außerdem ist eine Besprechung des März-Gesetzes schon deshalb nicht ohne Reiz, weil die literarischen Veröffentlichungen im Zusammenhang mit der Verordnung vorwiegend von juristischer Seite stammen, deren Ansichten nicht immer mit den betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen in Einklang zu bringen sind, während sich die betriebswirtschaftlichen Theoretiker stark im Hintergrunde gehalten haben. Das Dezember-Gesetz hat eine Diskussion betriebswirtschaftlicher Fragen von keiner Seite ausgelöst.

1. Die betriebswirtschaftlichen Probleme hinsichtlich der Durchführung der Gesetze.

a) Die Bestimmung der Höhe des Gesellschaftskapitals.

Sowohl das Kapitalanlagegesetz als auch das Anleihestockgesetz nehmen als Grundlage ihrer Berechnung das „eingezahlte Kapital" der Unternehmung. Was hierunter bei den verschiedenen Unternehmungen zu verstehen ist, wurde aber im Gesetze selbst nicht weiter erläutert. Da die Frage, was der Gesetzgeber mit diesem Begriff gemeint hat, bei der Durchführung des März-Gesetzes nur dann in Frage kam, wenn eine Erhöhung der Gewinnausschüttung gegenüber 1933 beschlossen wurde und da diese Fälle relativ selten waren, [44]) wurde

[44]) Vgl. Seite 70 ff. dieser Arbeit.

die Festsetzung des Kapitalbegriffes zunächst noch in der Schwebe gelassen. Bei Aktiengesellschaften und den anderen Unternehmungen, die ein konstantes Kapital in der Bilanz ausweisen müssen, konnte man sich in der Auslegung des Gesetzes zudem noch an die handelsrechtlichen Bestimmungen anlehnen. Man errechnet hiernach das „eingezahlte Kapital" auf die Weise, daß man von dem statutenmäßig festgelegten und in der Bilanz in voller Höhe ausgewiesenen Stammkapital den Betrag der noch ausstehenden Einzahlungen abzieht. Bei Aktiengesellschaften wäre also das Aktienkapital um den auf der Aktivseite der Bilanz ausgewiesenen Posten „Noch einzuzahlendes Grund- oder Stammkapital" zu vermindern.

Vollständig ungeklärt blieb dagegen die Frage, wie bei der Festsetzung der Kapitalgröße der Bergwerksgesellschaften und ähnlicher Unternehmungen, die kein festes Grundkapital besitzen, zu verfahren sei. Da zum März-Gesetz keinerlei Durchführungsverordnungen ergangen sind, ist eine Klärung dieses Problems im Zusammenhang mit diesem Gesetze nicht erfolgt.

Das Dezember-Gesetz hat eine Erweiterung des Kreises der anleihestockpflichtigen Firmen gebracht und insbesondere den Anwendungsbereich auf Firmen des öffentlichen und privaten Rechts ausgedehnt, sofern sie Erwerbszwecke verfolgen. Fernerhin wurde in diesem Gesetz bekanntlich eine direkte Beziehung zwischen eingezahltem Kapital und Gewinnausschüttung hergestellt, sodaß eine Umreißung des Kapitalbegriffes, wie er vom Gesetz verlangt wird, unumgänglich wurde. Die beiden erwähnten Durchführungsverordnungen haben dann die notwendige Klärung gebracht.

Als eingezahltes Kapital, welches dem zur Verteilung gelangenden Gewinn gegenüberzustellen ist, kommt entweder das eingezahlte Kapital im Sinne des Handelsrechts oder das Eigenvermögen der betreffenden Gesellschaft in Betracht.

Das eingezahlte Kapital ist die Bemessungsgrundlage für solche Unternehmen, deren Kapitalanteile an der Börse im amtlichen oder freien Verkehr gehandelt werden. Andere Kapitalgesellschaften, für die ein festes Kapital zwar vorgeschrieben ist, deren Anteile aber nicht an der Börse notiert werden, können als Bemessungsgrundlage für ihr Kapital entweder das eingezahlte Kapital oder das Eigenvermögen wählen. Sie werden der Berechnung den jeweils höheren Betrag zugrunde legen. Hinsichtlich der Errechnung des Eigenvermögens müssen sie ebenso wie die im folgenden zu besprechenden Gesellschaften, für die kein festes Kapital vorgeschrieben ist, verfahren.

Für diese gilt grundsätzlich, daß als Kapital dasjenige Reinvermögen anzusehen ist, „das der Veranlagung zur Vermögenssteuer am letzten Stichtag vor dem 1. Januar 1935 zugrunde lag.“ [45]) Das bedeutet, daß die Kapitalgröße bei diesen Gesellschaften sich nach der Einheitsbewertung vom 1. Januar 1931 richtet. Dieser Einheitswert ist aber, um auf den Vermögenswert zu kommen, der einem angemessenen Gesellschaftskapital annähernd entspricht, zu berichtigen. Diesem Einheitswert sind zuzusetzen:

„1. wenn in dem Einheitswert für Aktien und sonstige Anteile nur die Hälfte des Steuerkurswertes oder Verkaufswertes enthalten ist (§ 63 R.-Bew.-Ges. 1931), die andere Hälfte;
2. der Wert der Beteiligungen an einer Tochtergesellschaft, wenn dieser nach § 46 R.-Bew.-Ges. 1931 nicht angesetzt wurde;
3. Anteile an inländischen Handelsgesellschaften und Kommanditgesellschaften, wenn der Wert dieser Anteile auf Grund des § 66 R.-Bew.-Ges. 1931 nicht im Einheitswert enthalten ist.“ [46])

Von dem auf diese Weise errechneten Kapitalbetrag müssen die am gleichen Stichtage in der Handelsbilanz ausgewiesenen offenen Reserven in Abzug gebracht werden. An deren Stelle kann gemäß 2. Durchführungsverordnung Artikel 1, Satz 3 vom Reinvermögen ein Betrag abgezogen werden, der 20 vom Hundert des der Berechnung zugrunde liegenden Reinvermögens entspricht.

Die Absetzung eines Pauschalbetrages von 20 vom Hundert an Stelle der in der Handelsbilanz ausgewiesenen Reserven ist auch für Gesellschaften mit festem Kapital zulässig, soweit Kapitalanteile nicht zum Handel an der Börse zugelassen sind. Diese Bestimmung ist also von Vorteil für solche Unternehmungen, die einen höheren Betrag als 20 % des Grundkapitals in der Handelsbilanz ausweisen.

b) Die Abgrenzung des Gewinnbegriffes.

Ebenso wie der Kapitalbegriff hat das März-Gesetz die Frage, was der Gesetzgeber unter „Gewinn“ verstanden wissen wollte, zunächst offen gelassen. Es haben sich zum Zwecke der

---

45) Erste Durchführungsverordnung, a. a. O., Artikel 5, Satz 1.
46) Eckstein, das Anleihestockgesetz vom 4. Dez. 1934, Steuerarchiv Nr. 5, 38. Jahrg. Berlin 1935. Seite 134.

Begriffserklärung in der Öffentlichkeit Diskussionen ergeben, die im nachstehenden besprochen und kritisiert werden sollen. Im Anschluß daran ist der Gewinnbegriff, wie er in der 1. Durchführungsverordnung zum Dezember-Gesetz zum Ausdruck kommt, zu umreißen.

Bevor hierüber Klarheit bestand, hat der im Gesetz gebrauchte Begriff „ausgeschütteter Gewinn" zu den vielfältigsten Meinungsäußerungen über den Begriffsinhalt Anlaß gegeben.

Am bemerkenswertesten ist ein in der Deutschen Bergwerkszeitung veröffentlichter Aufsatz von Pappenheim, der sich eingehend mit diesem Problem beschäftigt [47]). In seiner Untersuchung geht der genannte Autor von der Voraussetzung aus, daß die Meinung, der Gesetzgeber denke nur an die Dividendenverteilung, irrig sei. Begründet wird diese Ansicht zunächst mit einer Verlautbarung im Deutschen Reichs-Anzeiger [48]), wonach der Zweck des Gesetzes dahin gehe, den Gesellschaften in Erinnerung zu bringen, „daß sie nach den ersten Erfolgen, die sie durch die Arbeitsschlacht und die Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen der Reichsregierung zu verzeichnen haben, Besonnenheit beweisen und gleichzeitig eine gewisse Dankesschuld abtragen, indem sie die Mittel, die ihnen in besonders reichem Maße zufließen, mit für die Weiterführung des Kampfes bereitstellen, aus dessen ersten Erfolgen sie Nutzen gezogen haben".

Daraus wird die Schlußfolgerung gezogen, daß dieses Ziel nur erreicht werden kann, wenn man den Begriff des Gewinns sehr weit faßt. Von dieser Voraussetzung ausgehend, konstruiert Pappenheim einen Gewinnbegriff, indem er unter „Gewinn" verstanden haben will, „was sich in der Bilanz bei Vergleichung der Aktiven und Passiven — einschließlich des Grundkapitals und der Reservekonten — als Ueberschuß der ersteren über die letzteren ergibt. Anders ausgedrückt, stellt sich als „Gewinn" alles das dar, was in der Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt wird, bevor der Gewinn ermittelt wird".

Dem weitgefaßten Gewinnbegriff muß nun noch der Begriff der „Ausschüttung" gegenübergestellt werden, und in der Tat geht Pappenheim auch hier weit über das bisher Uebliche hinaus. „Als ‚Ausschüttung' des Gewinns wird man

---

[47]) Pappenheim: Gewinnausschüttung und Anleihestock, in: Deutsche Bergwerkszeitung vom 9. September 1934.

[48]) Deutscher Reichs-Anzeiger, Nr. 72 v. 26. 3. 1934, 1. Beil.

nicht nur die tatsächliche und rechtliche Uebertragung von Vermögenswerten an dritte, mit der Gesellschaft nicht identische Personen, sondern jeden Vorgang anzusehen haben, der zu einer wenn auch nur wirtschaftlichen Aussonderung von Vermögenswerten führt".

Der Kreis der Vorgänge, welche demnach zu einer Bildung des Anleihestocks verpflichten, wird dann an Hand einer Reihe von Beispielen näher erläutert. Danach stellen, abgesehen von der Dividende, folgende Vorgänge, die auszugsweise wörtlich wiedergegeben werden, anlagepflichtige Ausschüttungen dar :

1. Die Zahlung eines Bonus an die Aktionäre und einer Gratifikation an dritte Personen.
2. Die Zahlung von Tantiemen an Vorstandsmitglieder und Aufsichtsratsmitglieder sowie an Mitglieder der Gefolgschaft.
3. Die Bildung von freiwilligen Reservefonds oder von Rücklagen — wobei man unter Rücklagen solche Gewinnteile zu verstehen hat, die nicht länger für die Zwecke der Gesellschaft zurückgehalten werden, sondern im neuen Geschäftsjahr alsbald Verwendung finden sollen —, z. B. also: Uebertragungen auf sog. Sonderreservekonten, auf Spezialkonten zur Amortisation von Vorzugsaktien oder Schuldverschreibungen, auf Sonderkonten zur Vornahme außerordentlicher Abschreibungen, Zuwendungen an sogenannte Erneuerungsfonds, Dispositionsfonds für Aufsichtsrat, Delkredere-Fonds, Eigenversicherungsfonds, Dividenden-Ergänzungsfonds, ferner Zuwendungen an den Arbeiterdispositionsfonds, an die Arbeiterpensionskasse, an den Unterstützungsfonds für Beamte, Rücklagen für mildtätige Stiftungen, für allgemeine Wohlfahrts- oder sonstige gemeinnützige Zwecke, sie alle stellen Gewinnausschüttungen dar [49]).
4. Auch der sogenannte Gewinnvortrag stellt in allen Fällen für das Jahr seiner Entstehung eine echte Rücklage dar und ist daher bei der Bildung des Anleihestocks zu berücksichtigen.
5. Zahlungen an die Inhaber von Genußscheinen.
6. Zahlung von Zusatzzinsen an Obligationäre.
7. Im übrigen fallen unter das Gesetz sämtliche sonsti-

[49]) Im Originaltext nicht hervorgehoben.

gen Zahlungen, soweit sie dem Gewinn entnommen werden.

8. Die Ausgabe von Gratisaktien ist ebenfalls anlagepflichtig.

Von besonderer Bedeutung erscheinen hier die unter Punkt 3 aufgeführten Vorgänge. Für sie muß zunächst vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus untersucht werden, ob die von Pappenheim vertretene Meinung vom Gesichtspunkt der Unternehmung und von dem des Gesetzgebers aus anzuerkennen ist. Beides ist aber nicht der Fall. Es findet sich weder in dem Gesetzestext noch in amtlichen Verlautbarungen ein Anhaltspunkt dafür, daß mit der Gewinnausschüttung etwas anderes als die Dividende gemeint sei. Hätte ein weitergehender Gewinnbegriff Anwendung finden sollen, dann wäre es ohne weiteres möglich gewesen, dies durch eine entsprechende Formulierung zum Ausdruck zu bringen. Man hätte dann z.B. diesen Zweck erreicht, wenn man an Stelle von „Gewinnausschüttung" von „Gewinnverteilung" gesprochen hätte, ein Begriff, der im Handelsrecht gebraucht und dort klar bestimmt ist. Hinzu kommt, daß der Text des Gesetzes den ausgeschütteten Gewinn auf einen Hundertsatz bezieht. Dies hätte nicht geschehen können, wenn der Gesetzgeber die von Pappenheim angenommenen Gewinngrößen in Anwendung hätte bringen wollen.

Noch eine andere Überlegung führt zu dem Ergebnis, daß der angeführte Aufsatz über das Ziel hinausschießt. Der Sinn des Gesetzes war zunächst u. a., die aus der allgemeinen Wirtschaftsbelebung sich etwa ergebenden hohen Dividendensätze abzubremsen. Dabei ging man davon aus, daß es nicht dem Sinne echter Volksgemeinschaft entspricht, wenn ein Teil der Volksgenossen, und zwar der kapitalkräftigere, einen Vorteil aus der Ankurbelung zieht, während der größte Teil zunächst noch Verzicht auf höheres Einkommen leisten muß. Keinesfalls sollte das Gesetz aber die Schwächung der Unternehmungen verursachen, denn es müßte eine starke Entblößung von liquiden Mitteln zur Folge haben, wenn alle die vorstehend aufgezählten Vorgänge zu einer Legung des Anleihestocks führten.

Es kommt noch hinzu, daß die Klarheit der zukünftigen Rechnungslegung zwangsweise leiden müßte, wenn die Legung offener Reserven stark zurückgedrängt wird. Hingegen würden die stillen Reserven, als nicht anlagepflichtig, wieder stark an Bedeutung gewinnen, eine Tatsache, die sicherlich nicht im Allgemeininteresse liegt. Hierauf wird noch einmal näher ein-

zugehen sein. In der Praxis braucht die von Pappenheim empfohlene Begriffsauslegung außerdem noch nicht einmal zu dem gewünschten Erfolg zu führen. Das ergibt sich aus dem folgenden Gedankengang: In den Krisenjahren haben die Unternehmungen infolge sinkender Preise in starkem Maße Sonderabschreibungen vorgenommen, die zum Teil wesentlich über das notwendige Maß hinausgingen. Nach dem Gewinnbegriff, wie er von dem juristischen Kommentator angenommen wird, wären die ausgewiesenen Bilanzgewinne um die sämtlichen Sonderabschreibungen und Rückstellungen zu vermehren, um zu dem Gewinn im Sinne des Kapitalanlagegesetzes zu kommen.

In dem Jahre 1934, das einen konjunkturellen Aufschwung mit steigendem oder zumindest stabilem Preisniveau brachte, kommen die Sonderabschreibungen zum größten Teile in Wegfall. Die Folge davon kann sein, daß bei einem Gewinnvergleich mit dem Vorjahre, unter der Voraussetzung Gewinn = Bilanzgewinn + Sonderabschreibungen usw., in den meisten Fällen überhaupt keine Mehrgewinne zu errechnen sind. Es wäre sogar darüber hinaus denkbar, daß bei einem Vergleich des laufenden Gewinnes mit dem des Vorjahres nach der beschriebenen Methode sich ein Mehrgewinn nicht ergibt, aber trotzdem die Dividende wegen des erhöhten Bilanzgewinnes eine Steigerung erfährt, sodaß die Vorschriften des Gesetzes Anwendung finden müssen. Andererseits besteht die Möglichkeit, daß trotz gleichbleibender oder sogar sinkender Dividendensätze der Zwang zur Bildung des Anleihestockes auf Grund des zu weit gefaßten Gewinnbegriffes eintritt. Um festzustellen, wann bei einer solchen Verfahrensweise die Vorschriften des Gesetzes wirksam werden oder nicht, müßte der Gesetzgeber eine genaue Prüfung der Vermögens- und Erfolgsrechnung durchführen lassen oder zumindest klare Anweisung geben, in welcher Weise die Unternehmungen den „Gewinn" zu errechnen haben. Da in diesem Falle neben dem handels- und steuerrechtlichen Gewinnbegriff noch ein „Gewinn" im Sinne des Anleihestockgesetzes treten müßte, würde dadurch eine starke Erschwerung des Rechnungswesens eintreten, die vom Gesetzgeber keinesfalls beabsichtigt sein kann.

Es ist interessant festzustellen, daß Pappenheim mit seiner Anschauung nicht allein geblieben ist, sondern sich auch andere Juristen für die weitherzige Auslegung des Begriffes „Ausschüttung" eingesetzt haben. Es sei hier auf einen Aufsatz von Koehler in der Zeitschrift „Der Wirtschaftstreuhänder" hingewiesen, der den gleichen Standpunkt vertritt. „Als Gewinnverteilung muß auch jede sonstige aus dem Gewinn

herrührende Ausschüttung an dritte Personen bezw. Unternehmungen angesehen werden und ferner jeder Vorgang innerhalb des Unternehmens, durch den Teile des Gewinns aus dem Gesellschaftsvermögen zugunsten eines bestimmten Zweckes ausgeschieden werden. Dieses muß auch für den Fall gelten, daß nur eine wirtschaftliche Aussonderung erfolgt." [50] Auf die näheren Einzelheiten des Aufsatzes braucht hier nicht weiter eingegangen zu werden, weil sich die Begründung sowohl, als auch der Kreis der anlagepflichtigen Vorgänge fast vollständig mit den von Pappenheim angeführten decken. Bemerkt sei nur noch, daß auch hier wiederum die offenen Reserven als Ausschüttung im Sinne des Gesetzes angesehen werden, die stillen Reserven dagegen nicht.

Übrigens ist die Ansicht von Koehler nicht unwidersprochen geblieben, und zwar wird von Heyer darauf hingewiesen, daß der Ausführung Koehler's nicht beizupflichten sei. Heyer begründet seinen Widerspruch wie folgt: „Nach dem Gesetz sollen nur „ausgeschüttete" Gewinne anlagepflichtig sein; die Beträge, die den vom Verfasser des Aufsatzes genannten Reservefonds zugeführt werden, werden jedoch gerade nicht ausgeschüttet, sondern sie bleiben als Mittel der Gesellschaft zu bestimmten Zwecken gebunden. Wollte man der Auslegung des Verfassers folgen, so müßte man auch bei Gesellschaften, die weniger als 6 % Dividende ausschütten, das genannte Gesetz anwenden, sofern eben nur gewisse freiwillige Reservefonds gebildet werden und deren Betrag einschließlich der ausgeschütteten Dividende sich auf mehr als 6 % beläuft. Die Auslegung des Verfassers führt mehr oder minder dazu, daß nicht der ausgeschüttete, sondern der tatsächlich erzielte Gewinn maßgeblich sein soll. Diese Auffassung widerspricht dem Gesetzeswortlaut." [51]

In rein betriebswirtschaftlichen Zeitschriften ist zu diesen Fragen, soviel festgestellt werden konnte, nur in einem Aufsatze Stellung genommen worden. In der Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung umreißt Heilbrunn den Gewinnbegriff des Kapitalanlagegesetzes und kommt zu dem Ergebnis, daß unter „Gewinn" alles zu verstehen ist, „was die Aktionäre von der Gesellschaft, gleich in welcher Form, bezo-

---

[50] Koehler, Zweifel um den Anleihestock, in: Der Wirtschaftstreuhänder, Leipzig 1934, Seite 451.

[51] Heyer, Der Umfang des Gewinnbegriffs beim Kapitalanlagegesetz, in: „Der Wirtschaftstreuhänder", Leipzig 1934, Jahrg. 3, Nr. 23, Seite 504.

gen haben, also Dividende, Bonus, Gratisaktien, Einzahlungen auf nicht voll bezahlte Aktien seitens der Gesellschaft . . ." [52])

Diese Ansicht, die sich auf die Beziehungen von Aktionär und Gesellschaft beschränkt, ist die richtige. Wenn unter Gewinnausschüttung nicht nur die Dividende verstanden wird, dann hat dies schon deshalb seine Berechtigung, weil sonst sehr viele Möglichkeiten bestehen würden, dem Gesetze auszuweichen. Die Einbeziehung von Bonus, Gratisaktien und dergl. widerspricht auch keinesfalls dem Gesetzestexte, aus dem hervorgeht, daß die Ausschüttung in einem bestimmten Verhältnis zum Stammkapital stehen soll. Dies ist aber bei den angeführten Vergütungen der Fall. Daß der Gesetzgeber tatsächlich im März-Gesetz nicht einen so weitgefaßten Gewinnbegriff angewandt wissen wollte wie Pappenheim annahm, geht schließlich aus der neuen Fassung des Gesetzes und seiner Durchführungsverordnungen hervor. Das Gesetz vom Dezember 1934 spricht in § 1 ganz unmißverständlich von dem „Reingewinn", den die Kapitalgesellschaften „ihren Gesellschaftern zur Verfügung stellen". Es müssen demnach diejenigen Gewinnverteilungsvorgänge vollständig ausscheiden, die intern verrechnet werden und also keinen Verkehrsvorgang zwischen Gesellschaft und Aktionären hervorrufen.

Diese Ansicht findet ihre volle Bestätigung durch Artikel 4, Satz 1 der 1. Durchführungsverordnung, welche besagt: „Unter Reingewinn, der den Gesellschaftern zur Verfügung gestellt wird, sind Zuwendungen jeder Art zu verstehen, die den Gesellschaftern (Aktionären von Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, Gesellschaftern von Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Gewerken usw.) gemacht werden, mögen sie aus dem in dem Geschäftsjahr erzielten Gewinn oder aus Reserven oder aus Gewinnvorträgen früherer Jahre stammen."

Kapitalrückzahlungen sind grundsätzlich nicht als Reingewinn anzusehen, doch wird der auszuschüttende Gewinn nach dem um die Rückzahlung verminderten Kapital berechnet.

Keinerlei Vorschriften werden in dem Dezember-Gesetz über die Art der internen Errechnung des Gewinnes gemacht. Es darf also angenommen werden, daß es der Gesellschaft freigestellt ist, wie sie ihren jährlichen Ertrag ermittelt und welche Gewinnquoten sie zur Ausschüttung bringt, soweit die Handhabung nicht gegen handelsgesetzliche Vorschriften verstößt.

---

[52]) Heilbrunn, Zweifelsfragen im Kapitalanlagegesetz, in: „Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung". 28. Jahrg., Leipzig 1934, Seite 487.

Ein anderes Problem, welches einer besonderen gesetzlichen Regelung bedurfte, betrifft die Durchführung der unmittelbaren und mittelbaren Gewinnausschüttung in besonderen Fällen. Hierher gehört beispielsweise die Berechnung der Gewinnausschüttung bei Kapitalerhöhung, bei Kapitalherabsetzung, beim Vorhandensein eigener Anteile usw. Es soll die Handhabung, welche beim Vorliegen besondere Verhältnisse hinsichtlich der Gewinnverteilung Platz greift, an Hand praktischer Beispiele nachstehend besprochen werden.

Wenn im laufenden Jahre eine Kapitalerhöhung stattgefunden hat, dann ist es gestattet, den im Vorjahre ausgeschütteten Hundertsatz auch in gleicher Höhe auf das größere Grundkapital zur Verteilung zu bringen. Angenommen, das Kapital einer Aktiengesellschaft betrug im Jahre 1933 Reichsmark 500 000.— und es wurde im folgenden nach dem 4. Dezember endenden Geschäftsjahr auf Reichsmark 600 000 erhöht, dann dürfen auch für dieses Geschäftsjahr 8 % auf die erhöhte Kapitalsumme verteilt werden, d. h. der Mehrertrag von 8000 Reichsmark braucht nicht an die Deutsche Golddiskontbank abgeführt zu werden.

Um jedoch eine mißbräuchliche Anwendung dieses Grundsatzes mit Hilfe von Kapitalverwässerungen zu verhüten, dürfen junge Aktien, Genußscheine und ähnliche Rechte nur mit Genehmigung des Reichswirtschaftsministers ausgegeben werden. [53] [54]. Einer solchen Genehmigung bedarf es nur dann nicht, wenn die Kapitalerhöhung gleichzeitig oder im Zusammenhang mit einer Kapitalreduktion vorgenommen wird, bei welcher die Anteilseigner irgend eine Leistung von der Gesellschaft nicht erlangen und wenn die jungen Aktien in der Höhe emittiert werden, die notwendig ist, das Gesellschaftskapital wieder auf den Stand vor der Kapitalherabsetzung zu bringen. [55].

---

[53] 1. Durchführungsverordnung, a. a. O., Art. 4, Satz 4.

[54] Anträge auf Genehmigung von Kapitalerhöhungen sind nur in wenigen Fällen (Fahlberg-List A.-G. Chemische Fabriken in Magdeburg und Berliner Kindl-Brauerei) bekannt geworden. Die Genehmigung wurde nur unter der Bedingung erteilt, daß ein vom Reichswirtschaftsministerium festgesetzter namhafter Betrag (bei Fahlberg-List etwa ein Fünftel der Kapitalerhöhung) an die Deutsche Golddiskontbank zwecks Bildung eines Anleihestocks abgeführt wurde. Vergl. Frankfurter Zeitung v. 27. 9. 1935 und 1. 1. 1936.

[55] 2. Durchführungsverordnung, a. a. O., Art. 1 Satz 2.

Hinsichtlich der Berechnung der unmittelbaren Ausschüttung von Gewinnen an die Anteilseigner sind drei Fälle zu unterscheiden, und zwar ob die Kapitalherabsetzung erfolgte

1. durch Sanierung,
2. durch Kapitalrückzahlung,
3. durch Kauf eigener Aktien.

Im ersten Falle findet § 3 Satz 3 des Gesetzes Anwendung, wonach der Hundertsatz unter Berücksichtigung des Betrages, um den das Kapital herabgesetzt ist, berechnet wird, sofern in dem Jahre, für das der Reingewinn ausgeschüttet wird oder in den beiden Vorjahren das Kapital herabgesetzt wurde. Es sind also Kapitalherabsetzungen bei der Berechnung des Hundertsatzes so anzusehen, als ob sie nicht stattgefunden hätten. Eine Unternehmung, die im Jahre 1932 ihr Aktienkapital von 2 Mill. Reichsmark auf 1 Mill. Reichsmark herabgesetzt hat, kann demnach, wenn sie im Jahre 1932 eine Dividende von 5 % auf das gesamte Kapital ausgeschüttet hat, beim Geschäftsabschluß Ende des Jahres 1934 eine Dividende von 10 % verteilen, ohne daß eine Überweisung an den Anleihestock notwendig wird.

Zweifelhaft blieb in dem Gesetz, ob als Vorjahr dasjenige Jahr gilt, in das die Generalversammlung oder der Bilanzstichtag fällt. Diese Unklarheit ist durch die 2. Durchführungsverordnung Artikel 2 geklärt worden:

> „Ist die Kapitalherabsetzung erst nach Ablauf des Geschäftsjahres, für dessen Abschluß sie erstmalig maßgebend sein soll, beschlossen worden, so ist das Jahr, für dessen Abschluß die Herabsetzung erstmalig maßgebend war, bei der Berechnung der Jahre gemäß § 3 Satz 3 mitzuzählen."

Wenn demnach mit Generalversammlungsbeschluß vom 1. April 1932 eine Kapitalherabsetzung für das am 31. 12. 1931 abgelaufene Geschäftsjahr beschlossen worden ist, dann kann die Bestimmung des § 3 Satz 3 des Gesetzes nicht angewendet werden.

Ist die Kapitalherabsetzung durch Ausschüttung von Mitteln an die Gesellschafter oder durch Befreiung von der Einzahlungspflicht erfolgt, dann findet gemäß Artikel 7 Satz 1 der 1. Durchführungsverordnung § 3 des Gesetzes keine Anwendung. In diesem Falle errechnet sich der Hundertsatz also nach dem veringerten Kapitalbetrag [56]).

---

[56]) Vgl. den Fall auf Seite 29 f. (Eichenberg).

An der gleichen Stelle findet sich weiterhin die Bestimmung, daß der bei dem Erwerb eigener Aktien oder Geschäftsanteile aufgewandte Betrag bei der Berechnung des Hundertsatzes nach § 3 des Gesetzes unberücksichtigt bleiben muß. Eine Unternehmung mit einem Kapital von 3 Mill. Reichsmark habe beispielsweise im Jahre 1933 10 % des Aktienkapitals = 300 000 Reichsmark zurückgekauft und dafür 200 000 Reichsmark aufwenden müssen. Im Jahre 1933 wurden 5 % Dividende gezahlt. Ende des Jahres 1934 wurden 8 % Dividende auf das veringerte Aktienkapital von 2 700 000 Reichsmark = 216 000 Reichsmark zur Ausschüttung vorgeschlagen. Der sich hieraus ergebende Hundertsatz errechnet sich nun wie folgt:

$$\frac{216\,000 \text{ mal } 100}{2\,800\,000} = 7{,}7\ \%,$$

d. h. es werden 6 % an die Aktionäre unmittelbar zur Ausschüttung gebracht, 1,7 % müssen an die Golddiskontbank zur Bildung eines Anleihestocks abgeführt werden.

Beim Vorliegen eigener Aktien im Portefeuille der Unternehmung ist für die Behandlung dieser Aktien Artikel 8 der 1. Durchführungsverordnung zu beachten. Darnach hat die Gesellschaft den Gewinnbetrag für eigene Anteile, der sonst den Gesellschaftern zusteht, aber nach § 226 Absatz 5 HGB nicht bar auszuschütten ist, der Deutschen Golddiskontbank zu überweisen. § 226 Absatz 5, der besagt: Das Stimmrecht und der Anspruch auf den Reingewinn aus eigenen Aktien, die der Gesellschaft oder einem anderen für ihre Rechnung gehören, ruhen, findet insoweit keine Anwendung.

Die Bestimmung läßt nicht genau erkennen, ob der gesamte Dividendenbetrag der im Stock befindlichen Aktien oder nur die Überdividende gemäß § 3 des Anleihestockgesetzes abzuführen ist. Anzunehmen ist wohl das letztere. In diesem Falle wäre wie folgt zu rechnen:

Eine Unternehmung habe ein Aktienkapital von 700 000 Reichsmark. Davon befinden sich 100 000 Reichsmark als eigene Aktien in ihrem Besitz. Die Dividende für 1934 betrug 7 %, für das folgende Geschäftsjahr wurde eine Dividende von 10 % beschlossen. Die eigenen Aktien sind nicht als eingezahltes Gesellschaftskapital anzusehen, der Berechnung der Ausschüttung liegt deshalb nur ein Kapital von 600 000 Reichsmark zugrunde. Daraus ergibt sich:

Ausschüttung an die Aktionäre
7 % aus 600 000 RM = 42 000.— RM
Differenz bis 10 % als Überweisung an die Golddiskontbank
3 % aus 600 000 RM = 18 000.— RM
3 % aus 100 000 RM = 3 000.— RM

Der Fall, daß bei einer Kapitalgesellschaft mehrere Gattungen von Gesellschaftsanteilen bestehen, wird in Artikel 3 Satz 2 der 2. Durchführungsverordnung geregelt. Wird der Hundertsatz des für die Gesellschafter zur Verfügung gestellten Gewinns verschieden bemessen, dann ist für jede Gattung gesondert nach § 3 des Gesetzes zu verfahren. Besteht das Gesellschaftskapital einer Aktiengesellschaft aus 400 000 RM Stammaktien und 100 000 RM Vorzugsaktien, für die eine Überdividende von 2 % vorgesehen ist, so tritt folgende Berechnung ein:

Angenommen, die Dividenden im Jahre 1933 betrugen 5 bzw. 7 %. Im Jahre 1934 wurde eine Ausschüttung von 7 bzw. 9 % beschlossen. Die unmittelbare Ausschüttung auf die Stammaktien beträgt dann 6 %, das restliche 1 % ist an die Golddiskontbank abzuführen. Die Vorzugsaktionäre erhalten in diesem Jahr wiederum 7 %, die darüber hinausgehenden 2 % sind zur Bildung eines Anleihestocks bei dem gleichen Institut zu verwenden.

Schließlich ist noch zu erwähnen, daß die Bestimmungen des § 3 auch auf Genußscheine und Gewinnobligationen Anwendung finden [57]).

c) Die rechnungsmäßige Behandlung.

In diesem Abschnitt ist kurz darzulegen, welche Bedeutung das Kapitalanlagegesetz innerhalb des Rechnungswesens der Unternehmungen gehabt hat. Weil Fragen in diesem Zusammenhange nur mit dem März-Gesetz aufgetaucht sind, haben diese Probleme zum Teil zur Zeit nur noch historische Bedeutung. Trotzdem verlohnt es sich, auf diese Fragen kurz einzugehen, wenn auch nur zu dem Zweck, aufzuzeigen, wie jede gesetzliche Vorschrift, die das Innenleben des Betriebes betrifft, von verschiedenen Autoren verschiedene Auslegungen erfährt.

---

[57]) 1. Durchführungsverordnung, a. a. O., Art. 1.

aa) Die Verbuchung und bilanzmäßige Behandlung.

Das Gesetz vom 29. März 1934 bestimmt, daß die Gesellschaften unter gewissen, bereits dargestellten Voraussetzungen, einen Anleihestock zu bilden haben, und in § 5 wird sodann vorgeschrieben, daß dieser Anleihestock „in der Jahresbilanz gesondert unter den Aktiven auszuweisen" sei. Diese an und für sich klare Bestimmung hat zu verschiedenen Auslegungen geführt.

Nach Wipper wird folgender Buchungsgang der Vorschrift des Gesetzgebers gerecht :

„Der aus dem Gewinn dem Anleihestock zuzuführende Betrag wird verbucht :

per Gewinnverteilungskonto
an Konto Kapitalanlagefonds.

Nach Anschaffung der Anleihen ist zu buchen :

per Anleihestockkonto
an Bank- (oder Geld-) Konto" [58].

Dieser Vorschlag geht von der Voraussetzung aus, daß der Gesetzgeber die Bildung des Anleihestocks aus Gewinn vorgesehen habe. Das ist aber offensichtlich nicht der Fall und aus dem Wortlaut des Gesetzes nicht herauszulesen. Eine solche Buchungsweise würde im Gegenteil der Wirkung des Gesetzes Abbruch tun müssen. Hierauf weist auch Nicklaus hin: „Die Bildung eines Passivkontos ‚Kapitalanlagefonds' aus dem Gewinn würde dazu führen, daß unter Umständen wesentlich weniger Gewinn zur Verteilung gebracht werden kann und daß demzufolge der Anleihestock in geringerer Höhe gebildet wird, als es die Verhältnisse der Gesellschaft zulassen würden" [59].

Als Beweis hierfür gibt der genannte Verfasser an der gleichen Stelle ein ausführliches Beispiel, das hier wörtlich wiedergegeben sei :

„Eine Kapitalgesellschaft mit 10 000 000 Reichsmark Kapital hat 1933 einen Gewinn von über 700 000 RM erzielt, der ihr die Verteilung einer Dividende von 7 % gestattet, nachdem

---

[58] Wipper: Die Bedeutung des Kapitalanlagegesetzes vom 29. März 1934 für die Pflichtprüfung, in: Der Wirtschaftstreuhänder, 3. Jahrg. Nr. 19. Leipzig 1934, S. 400.

[59] Nicklaus: Die bilanzmäßige Behandlung des Anleihestocks, in: Der Wirtschaftstreuhänder, 3. Jahrg., Nr. 21, Leipzig 1934, Seite 452.

sie im Vorjahre 6 % oder weniger verteilt hatte. Beschließt sie also eine Dividende von 7 %, so hat sie den Gegenwert von 1 % Dividende, also 100 000 RM., in Anleihen anzulegen. Verbucht sie nun den anzulegenden Betrag nach der Ansicht von Wipper, nämlich per Gewinnverteilungskonto an Kapitalanlagefonds, dann bleiben ihr nur noch 600 000 RM = 6 % zur Verfügung. Für die Anleihestockbildung würde dann aber der gesetzliche Zwang wegfallen. Es wäre also nur möglich, die Dividende auf 6 $^1/_2$ % festzusetzen und 50 000 RM im Anleihestock anzulegen".

Die Anlegung eines Rückstellungskontos tut also der Wirksamkeit des Gesetzes Abbruch und seine Einrichtung ist, weil die Bildung des Anleihestocks aus „Gewinn" nicht ausdrücklich verlangt wird, überflüssig, wenn nicht gar unerwünscht. Es genügt deshalb, wenn die Unternehmungen die Einrichtung des Anleihestocks durch folgenden Buchungsgang zum Ausdruck bringen :

Konto Kapitalanleihestock
an Bank- (oder Geld-) Konto.

Das Anleihestockkonto muß dann als gebundener Aktivposten betrachtet werden.

Eine weitere Frage, die in diesem Zusammenhange auftaucht, bezieht sich darauf, an welcher Stelle der Bilanz das genannte Konto auszuweisen ist. Bekanntlich ist den Aktiengesellschaften seit der Aktienrechtsnovelle vom 19. September 1931 ein bestimmtes Bilanzschema bindend vorgeschrieben [60]). Dieses muß nötigenfalls weiter aufgegliedert werden, wenn gesetzliche Vorschriften es erforderlich machen. Hinsichtlich des Anleihestockkontos ist ohne weiteres anzunehmen, daß ein gesonderter Ausweis in der Jahresbilanz zu erfolgen hat. Allerdings besteht keine bindende Vorschrift, an welcher Stelle dieses Konto aufzuführen ist.

Wipper schlägt vor, daß das Konto „dem Zweck des Gesetzes entsprechend in der Gruppe I „Anlagevermögen" als Ziffer 6 des gesetzlichen Bilanzschemas ausgewiesen wird" [61]). Dieser Meinung widerspricht Schmelz mit folgender Begründung : „Für die Einsetzung des Anleihestocks innerhalb des gesetzlichen Bilanzschemas kommen die Bestimmungen des § 261 a HGB in Betracht, und der Anleihestock ist dort unter

---

60) § 261 a HGB, Einfügung durch Art. V der Verordnung des Reichspräsidenten vom 19. September 1931.

61) Wipper : a. a. O., Seite 402.

A IV (Umlaufsvermögen) Nr. 4 a (nach den Wertpapieren) aufzuführen. Zweifellos handelt es sich um Umlaufsvermögen. Auch nach dem gesetzlichen Schema sind unter dem Umlaufsvermögen auch andere gebundene oder langfristige Forderungen enthalten, z. B. Hypothekenforderungen, Grundschulden usw. Es ist kein Grund vorhanden, etwa den Anleihestock in der Gruppe I „Anlagevermögen" als Ziffer 6 aufzuführen. Das Wort „Anlagevermögen" in dem Bilanzschema bedeutet soviel wie „Werksanlagevermögen" und nicht die Art der Vermögensanlage. Ich würde deshalb die Aufführung — wie in dem Vorschlage Wipper's in Aussicht genommen — nicht für richtig halten" [62].

Inzwischen haben derartige Ueberlegungen an Aktualität verloren, denn die neuen Bestimmungen belassen die anzulegenden Beträge nicht mehr der einzelnen Unternehmung. Infolgedessen bringt weder die interne Verbuchung noch die Bilanzierung irgend ein Problem mit sich. Es genügt jetzt, wenn bei der Gewinnverteilung die Buchung :

Gewinnverteilungskonto
an folgende :
Dividendenscheinkonto,
Golddiskontbank

durchgeführt wird. Bei der Ausschüttung werden die beiden Konten belastet und es werden dadurch die Salden zum Ausgleich gebracht. Die Notwendigkeit einer Aktivierung entfällt, weil der Gesellschaft keinerlei Rechtsansprüche an die der Golddiskontbank zugeführten Beträge mehr zustehen.

bb) Die Bewertung.

Die Bewertung der im Anleihestock befindlichen Wertpapiere hat nur für die Fälle Bedeutung, in denen bereits eine Bindung von Effekten gemäß dem März-Gesetz stattgefunden hat. Die Frage, die hier auftaucht, bezieht sich darauf, ob die Wertpapiere „dauernd zum Geschäftsbetrieb der Gesellschaft bestimmt sind" oder nicht. In dem ersteren Falle würde für die Bewertung § 261 Ziffer 1 Absatz 2, sonst § 261 Ziffer 2 in Anwendung kommen.

Es bleibt also zu klären, ob die Effekten des Anleihestocks zu den Anschaffungskosten zu bilanzieren sind, oder ob die

---

[62] Schmelz: Weitere Gesichtspunkte zum Kapitalanlagegesetz, in: Der Wirtschaftstreuhänder, 3. Jahrg., Nr. 23, Leipzig 1934, Seite 504.

Vorschriften, die für das Umlaufsvermögen gelten, auch für die Wertpapiere des Anleihestocks Gültigkeit haben. Wirtschaftlich gesehen dürfte das letztere anzunehmen sein. Denn wenn auch eine gewisse zeitliche Bindung vorliegt, so ist doch sicher nicht zutreffend, daß die „dauernde" Anlage, die der Gesetzgeber in § 261 Ziffer 1 Absatz 2 meint [63]), auf den Anleihestock angewandt werden kann. Deshalb sind die Bestände des Anleihestocks genau so zu behandeln wie das übrige Umlaufsvermögen, d. h. es hat gemäß den gesetzlichen Bewertungsvorschriften das Niederstwertprinzip Anwendung zu finden.

2. Die betriebswirtschaftlichen Probleme hinsichtlich der Anpassung der Betriebspolitik an die Gesetzgebung.

a) Die Frage der Reservebildung.

Zunächst sei festgestellt, daß die Frage der Behandlung der Reserven in keiner Weise von dem Gesetzgeber berührt worden ist. Die Legung von offenen oder stillen Reserven hat aber auf die Höhe des ausschüttbaren Gewinnes einen starken Einfluß und die Reserven sind sozusagen der Regulator des zum Ausweis kommenden Gewinnes.

Es ist hier der Platz, sich zunächst mit der Meinung bezüglich der Behandlung der Reserven seitens der bereits in einem vorangegangenen Abschnitt [64]) zitierten Autoren auseinanderzusetzen. Diese lief ja darauf hinaus, die Bildung von offenen Reserven als anlagepflichtig gelten zu lassen, während dies hinsichtlich der stillen Reserven nicht verlangt wird. Das bedeutet aber nichts anderes, als daß den stillen Reserven eine bevorzugte Stellung vor den ausgewiesenen Reserven eingeräumt wird. Damit wird eine alte Streitfrage des Für und Wider der stillen Reserven aufs neue aufgerollt, welche eigentlich in der betriebswirtschaftlichen Theorie als gelöst gelten kann. Es kann hier nicht die Stellungnahme der verschiedenen Autoren zu diesem Problem dargelegt werden, grundsätzlich ist aber die Ansicht zu beobachten, daß stille Reserven abzulehnen seien, weil sie nur einer Verschleierungspolitik dienen und weil mit offenen Reserven das gleiche erreicht werden

---

[63]) Vgl. Ruth und Schmaltz: Die neue Bilanz der Aktiengesellschaft. Berlin 1932, S. 46 ff.

[64]) Vgl. Seite 33 ff (b Abgrenzung des Gewinnbegriffes) dieser Arbeit.

kann [65]). Dazu kommt noch, daß die offenen Reserven in weit besserem Maße die Betriebsgebarung und den Status der Unternehmung erkennen lassen, sodaß sowohl die Oeffentlichkeit, als auch insbesondere die Kapitalgeber ein Interesse daran haben, daß die Bilanzwahrheit voll zum Durchbruch kommt, und daß die stillen Reserven, die häufig dazu dienen, eine schlechte Betriebspolitik eine gewisse Zeit zu verschleiern, beseitigt werden.

Dieser Ansicht kommt auch die Aktienrechtsnovelle entgegen, die eine genaue Aufgliederung der Bilanz nach einem vorgeschriebenen Schema verlangt. Darüber hinaus wurde in diesem Gesetz das Arbeiten mit stillen Reserven zwar nicht ganz beseitigt, aber doch ihre Legung zunächst auf die Aktivseite der Bilanz beschränkt.

Wenn diese Regelung, die von betriebswirtschaftlicher Seite aufgestellten Forderungen schon nicht allenthalben erfüllt hat, so fügt die genannte Auslegung des Kapitalanlagegesetzes zu den vielen nicht anzuerkennenden Zwecken der Legung von stillen Reserven [66]) noch einen neuen, nämlich den hinzu, einen Teil des Gewinnes der Anlegung in Staatspapieren zu entziehen. Wenn dagegen im Sinne der hier vertretenen Auffassung verfahren wird und diejenigen Beträge, die vom Gewinn abgezweigt und in die offene Reserve gestellt werden, nicht als „Gewinn" im Sinne des Kapitalanlagegesetzes angesehen werden, dann entfällt auch der Grund für die Legung von stillen Reserven.

Gänzlich abzulehnen ist also, daß manche Autoren den stillen Reserven einen ganz anderen Charakter zusprechen als den offenen. Dies geschieht aber, wenn man offene Reserven als „Gewinn" im Sinne des Gesetzes anspricht, stille Reserven aber nicht. Denn rein betriebswirtschaftlich gesehen, sind beide

---

[65]) Vgl. hierzu Schmidt: Die organische Tageswertbilanz, Leipzig 1929, Seite 100 ff.;
Kalveram: Stille Reserven, in: Frankfurter Zeitung vom 20. 10. 1930;
Obst: Stille Reserven der Aktiengesellschaften, in: Die nationale Wirtschaft. Heft 2, Berlin 1933, Seite 47;
Horn: Tendenzen zur Aussonderung von Vermögenswertänderungen in Betriebswirtschaftslehre, Wirtschaftspraxis und Steuerrecht, in: Betriebs- und finanzwissenschaftliche Forschungen, II. Serie, Heft 52, Seite 236, Berlin—Wien 1931.

[66]) Siehe hierzu Schmidt: Die Organische Tageswertbilanz, Leipzig, 1929, Seite 100/101.

Reservearten nichts grundsätzlich verschiedenes, der Unterschied nach außen liegt nur darin, daß die Legung stiller Reserven im geheimen, also ohne Kontrollmöglichkeit, geschieht, während sich die Legung offener Reserven im Lichte der Oeffentlichkeit abspielen muß.

Es darf deshalb nicht unwiderspochen bleiben, daß in einem kürzlich erschienenen Aufsatze von Koehler den stillen Reserven wiederum stark das Wort geredet wird, indem der betreffende Verfasser nachzuweisen versucht, daß stille Reserven am ehesten dem Grundsatz „Gemeinnutz geht vor Eigennutz" entsprechen. Den Gegnern der stillen Reserven, die meinen, daß offene Reserven den gleichen Zweck erfüllen, hält Koehler seine Ansicht entgegen, „daß die unsichtbare Bildung von Reserven einmal den Vorteil hat, daß weder Aktionär noch Gefolgschaft auf diese Reserve gestoßen werden und in Verkennung ihrer wirtschaftlichen Notwendigkeit übermäßige eigennützige Forderungen stellen und damit Unruhe in den Betrieb bringen. Ferner gestattet auch die Bildung stiller Reserven ihre stille Auflösung in dem gesetzlich zulässigen Rahmen. Eine solche stille Auflösung von Reserven ist aber ein wichtiges Mittel, um eine Gesellschaft ohne Kreditgefährdung über Krisenzeiten hinwegzuretten" [67]).

Es kann nicht Aufgabe dieser Arbeit sein, sich eingehend über die Fragen der Reservepolitik der Unternehmungen auseinanderzusetzen. Es sei hier nur festgestellt, daß die Meinung des genannten Verfassers sich stark von den Ansichten derer unterscheidet, die sich in den letzten Jahren gegen die Legung stiller Reserven ausgesprochen und ihre Stellungnahme eingehend begründet haben [68]). Im übrigen kann auch auf die Ausführungen von Schmidt in seiner „Organischen Tageswertbilanz" hingewiesen werden, die die Berechtigung einer Gegnerschaft gegen die unsichtbaren Reserven genügend belegen [69]).

Im Zusammenhang mit der vorliegenden Untersuchung ist die Frage zu klären, ob es der Unternehmung möglich ist, sich durch die Legung von Reserven, sei es durch offene oder stille,

---

[67]) Koehler: Dividendenanspruch und stille Reserven, in: Der Wirtschaftsprüfer, 1934, 3. Jahrg., Heft 18, Seite 373.

[68]) Kalveram: Stille Reserven, in: Frankfurter Zeitung vom 15. 9. 1929;
Berliner: Offene statt stiller Reserven, in: Frankfurter Zeitung vom 20. 10. 1930.

[69]) Schmidt: Organische Tageswertbilanz, a. a. O.

den Wünschen des Gesetzgebers zu entziehen. Tatsächlich besteht nun die Möglichkeit, durch Gewinnrückstellungen den ausschüttbaren Gewinn so zu manipulieren, daß eine Notwendigkeit zur Anlegung eines Kapitalanlagestocks nicht entsteht, und es ist vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus zu begrüßen, daß man den Unternehmungen eine solche Handlungsfreiheit gelassen hat. In allen Fällen, wo eine erhöhte Dividende zur Ausschüttung kommt, wird bekanntlich der Betrag der Erhöhung der Gewinnausschüttung gegenüber dem Vorjahre noch einmal benötigt, um mit ihm die Effekten, die dem Anleihestock zufließen müssen, zu beschaffen. Dies wird aus Liquiditätsgründen oft auf Schwierigkeiten stoßen, um so mehr, wenn man in Betracht zieht, daß schon die Ausschüttung des Gewinns an und für sich nicht immer ohne Anspannung der Kassenlage möglich ist und besonders in Zeiten aufsteigender Konjunktur wird die Ausschüttung nicht selten nur durch eine Erweiterung des Bankkredits ermöglicht. In den Fällen also, in denen eine angespannte Finanzlage herrscht, wird nichts dagegen einzuwenden sein, wenn die Unternehmungen zunächst von einer Erhöhung der Gewinnquote absehen. Dem Sinne des Gesetzes steht eine solche Handlungsweise keineswegs entgegen, denn es wollte ja in erster Linie einer Ausschüttung überhöhter Dividenden vorbeugen.

Etwas anders liegt der Fall dort, wo die Liquidität der Unternehmung gut ist und der Betriebsführer aus irgendwie gelagerten egoistischen und gegen das Allgemeininteresse verstoßenden Gründen der Schaffung eines Anleihestocks widerstrebt und den Gewinn durch Legung stiller Reserven zum Verschwinden bringt, oder wenn er bei der Generalversammlung die Bewilligung erhält, den Gewinn zunächst in offene Reserve zurückzustellen.

Selbst wenn man annehmen wollte, daß diese Handlungsweise einer Sabotage des Gesetzes gleichkommt, kann man doch sagen, daß auch eine solche Unternehmung sich auf die Dauer dem Aufbauwerk nicht wird entziehen können. Abgesehen davon, daß ein solches Vorgehen im Hinblick auf die Volksgemeinschaft als verwerflich zu bezeichnen ist, wird sich die Unternehmung auf Grund der betrieblichen Gegebenheiten doch irgendwie an der Arbeitsbeschaffung beteiligen müssen. Denn die in der Unternehmung zurückbehaltenen und als Reserve irgendwelcher Art sich niederschlagenden Gewinne sind keine abstrakte, nur buchungsmäßige Größe, sondern sie sind in der Unternehmung konkret vorhanden. Sind sie bereits als Maschinen angelegt, dann haben sie schon im Augenblick der Be-

schaffung den in sie gesetzten gemeinwirtschaftlichen Zweck erfüllt, denn sie haben an irgendeiner Stelle Arbeit beschafft und werden darüber hinaus, weil die Maschinen nach Betätigung drängen, auch in der Unternehmung selbst neue Arbeitsplätze bedingen. Wenn der Gewinn dagegen in Form von liquiden Mitteln vorhanden ist, dann werden auch diese aus Rentabilitätsgründen irgendeiner Bestimmung zugeführt werden müssen. Hierbei gibt es verschiedene Möglichkeiten. Entweder werden damit Kredite abgedeckt, dann fließen die Mittel wieder aus der Unternehmung hinaus und werden an einer anderen Stelle befruchtend wirken, oder sie werden werbend auf dem Kapitalmarkt angelegt, dann erfüllen sie genau den Zweck, den das Kapitalanlagegesetz von ihnen erwartet, nur daß die Anlage nicht auf Zwang, sondern auf freiwilligem Entschluß beruht.

Eine unerwünschte Wirkung würde in einem solchen Falle allerdings dann eintreten, wenn die liquiden Mittel dem Aktienmarkte zugeführt würden. Denn gerade die Ablenkung der Nachfrage von dem Aktienmarkt sollte eine der Wirkungen des Kapitalanlagegesetzes sein. Man wird aber wohl annehmen können, daß das hier vorhandene Gefahrenmoment relativ gering ist, weil der Kapitalanlage in Aktien immer ein stark spekulativer Charakter innewohnt, der diese Wertpapiergattung für die vorübergehende Anlage von Kassenreserven nicht besonders geeignet macht. Hierfür sind festverzinsliche Wertpapiere wegen des geringeren Kursrisikos und der Zinsgarantie besser geeignet. Für die dauernde Anlage von Kassenreserven in Aktien sind allerdings einzelne Fälle von Majoritätsankäufen bekannt geworden.

Bei einer Untersuchung von Unternehmungsbilanzen verflossener Jahre macht man die Feststellung, daß viele Firmen einen gewissen Vorrat an Effekten als Liquiditätsreserven gehalten haben. Diese Effekten dürften häufig nichts anderes als Gegenposten für die in der Unternehmung aufgespeicherten Reserven, seien es nun offene oder stille, gewesen sein. Auch heute wird den Unternehmungen, wenn sie die erzielten Gewinne nicht zur Ausschüttung bringen wollen, häufig nichts andres übrig bleiben, sofern sie nicht zu Betriebserweiterungen schreiten, als die angesammelten liquiden Mittel dem Kapitalmarkte zuzuführen. Aus diesem Grunde bedarf es keiner besonderen Vorschrift hinsichtlich der Verwendung der zurückbehaltenen Gewinne, denn schließlich werden diese doch wieder aus der Unternehmung abfließen und dem Kapitalmarkte oder dem Markte für Produktionsmittel wieder zugute kommen.

Das Dezember-Gesetz läßt die Zweifel, die sich hinsichtlich der Behandlung der Reserven nach dem März-Gesetz ergaben, nicht mehr aufkommen, denn nun ist klar bestimmt, daß diejenigen Gewinnbeträge abgeführt werden müssen, die die Dividendengrenze von 6 bzw. 8 % überschreiten. Es kann also auch weiterhin eine Gewinnthesaurierungspolitik durch die Legung stiller oder offener Reserven getrieben werden.

Die Auswirkungen einer zu weitgehenden Gewinnzurückhaltung, die deshalb getätigt wird, um von den Anleihestockgesetzen nicht betroffen zu werden, können für die Unternehmungen je nach Lage des Einzelfalles ganz verschieden sein. So besteht z. B. die Möglichkeit, daß die Gewinnakkumulation den Zwecken einer Selbstfinanzierung dienstbar gemacht wird [70]). Demgegenüber besteht aber andererseits die nicht zu unterschätzende Gefahr, daß die Gewinnanhäufung zu Kapitalfehlleitungen führen kann. Erfahrungsgemäß pflegen Unternehmungen mit guter Liquidität in Zeiten aufsteigender Konjunktur zu Betriebserweiterungen zu schreiten, die sich, wenn zu weit getrieben, häufig genug als Fehlinvestitionen herausstellen. Die absichtliche Niedrighaltung der Gewinnausschüttung wirkt sich in diesem Falle nicht nur für die Allgemeinheit ungünstig aus, sondern sie schädigt auch die Unternehmung und damit die Anteilseigner.

Die Tatsache, daß der Gesetzgeber keine Vorschriften erlassen hat, die direkt in das Rechnungswesen der Unternehmung eingreifen, läßt die Vermutung zu, daß angenommen wurde, die Betriebe würden einsichtig und verantwortungsbewußt genug sein, sich nicht den als notwendig erkannten Gesetzen zu entziehen. Versuchen sie es trotzdem, so werden sie doch, wenn auch über Umwege, am großen Ziele mitarbeiten. Allerdings besteht dabei die große Gefahr, daß die zur Verfügung stehenden Mittel am verkehrten Platze zum Einsatz kommen, wodurch die erstrebte organische Aufwärtsbewegung von Einzelbetrieb und Gesamtwirtschaft nicht unerheblich gestört würde.

Für die Unternehmungen besteht deshalb die Verpflichtung, ohne Rücksicht auf das Bestehen der Gesetze, zunächst die Erfolgsermittlung nach richtigen Grundsätzen vorzunehmen, ohne daß eine Unterbrechung der bisher geübten Kontinuität der Rechnungslegung eintritt. Ergibt sich dann eine Gewinnerhöhung gegenüber der verflossenen Periode, dann ist dieser Gewinn auszuweisen und zur Ausschüttung zu bringen.

---

[70]) Vgl. Kalveram: Finanzierung, in: Die Handelshochschule. Band 1, Kapitel VIII, Seite 1269.

Die Tatsache, daß ein Teil des Gewinns zunächst nicht den Aktionären direkt zufließt, sondern an die Golddiskontbank abgeführt wird, ist für die Unternehmung als solche nicht wesentlich und auf keinen Fall ein Grund, den Abschluß mit Hilfe von Reserven, sei es in stiller oder versteckter Form, zu manipulieren.

Sofern die Unternehmung nicht nach diesem Grundsatze handelt, sondern den Gewinn, der sich über eine 8 %ige Ausschüttung hinaus ergeben hat, zurückbehält, kann aus einer solchen Handhabung eine Benachteiligung der Aktionäre erwachsen. Bei einer Abführung des Uebergewinns an den Anleihestock haben die Aktionäre bekanntlich bei dessen Auflösung einen direkten Anspruch auf die einbehaltenen Beträge, während bei einer Zurückbehaltung des Gewinnes in der Gesellschaft die spätere Ausschüttung durch Generalversammlungsbeschluß erfolgen muß; die Aktionäre sind also von der Bereitwilligkeit der Majorität abhängig, ob diese oder evtl. nach Aktienreform der Betriebsführer in einem für sie günstigen Sinne beschließen will.

Ein praktisches Beispiel zu obigem Fall stellt die Handhabung der Gewinnverteilung bei der Berliner Licht und Kraft A.-G., Berlin, dar. Diese Gesellschaft hatte im Jahre 1931 ihren Aktionären vertraglich eine Dividende von 10 % garantiert, die auch für die Zukunft gesichert erschien. Um nun eine Abführung an den Anleihestock zu vermeiden, kamen die privaten und öffentlichen Großaktionäre überein, daß für das Jahr 1935 und für den folgenden Abschluß, also während der Laufzeit des Anleihestock-Gesetzes, die Ausschüttung auf 8 % begrenzt werden soll, während die restlichen 2 % anstatt an den Anleihestock einem Dividendenergänzungsfonds überwiesen werden sollen. Hierzu äußert sich die Frankfurter Zeitung für einen bestimmten Fall :

> „Obwohl im Augenblick eine barbetragsmäßige Benachteiligung der Aktionäre nicht stattfindet, haben doch zahlreiche freie Aktionäre den Eindruck, daß diese Regelung auf lange Sicht sich als Benachteiligung auswirken wird und mit strenger Vertragsauslegung nicht vereinbar sei. Ob sich diese Stimmungen zu eine Opposition verdichten werden, ist noch nicht bekannt, jedoch ist die Mehrheit der Stimmen zweifellos für den Verwaltungsvorschlag gesichert“ [71]).

---

[71]) Frankfurter Zeitung vom 10. 11, 1935.

b) Die Beeinflussung der Liquidität.

Das Wesen der Liquidität besteht darin, „daß zur sofortigen Deckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten stets flüssige Mittel ausreichend vorhanden sind oder in kürzester Zeit beschafft werden können, um Zahlungsstockungen zu vermeiden“ [72].

Betrachtet man nun die Anleihestockgesetzgebung im Hinblick auf die Beeinflussung der Zahlungsbereitschaft der davon betroffenen Unternehmungen, dann muß man wiederum grundsätzlich das erste Gesetz vom zweiten unterscheiden. Auch hier hat das März-Gesetz gewisse Zweifelsfragen aufgeworfen, die die Dezember-Verordnung zur Lösung gebracht hat.

Wenn im Kapitalanlagegesetz bestimmt worden ist, daß der der Mehrausschüttung des Gewinnes entsprechende Betrag in gleicher Höhe noch einmal zum Ankauf von Effekten zu benutzen ist, dann besagt dies mit Bezugnahme auf die Liquidität das folgende :

Die Unternehmung benötigte ein Mehr an liquiden Mitteln in einer Höhe, wie es der Erhöhung des Gewinns über den des Vorjahres entsprach. Denn einmal kommt der erhöhte Gewinnanteil zur Ausschüttung und auf der anderen Seite muß der nachgezahlte Betrag noch einmal vorhanden sein, um damit die vorgeschriebenen Wertpapiere dem Kapitalmarkt entnehmen zu können.

Das bedeutet, daß in Bezug auf die Gewinnausschüttung diese nicht nur von dem errechneten Periodenerfolg abhängig ist, sondern daß auch die im Zeitpunkte der Ausschüttung vorhandene Liquidität zu berücksichtigen ist. Da erfahrungsgemäß mit steigender Wirtschaftsbelebung eine Verschlechterung der Liquidität eintritt, wirkte das Kapitalanlagegesetz ohne Zweifel als „Dividendenbremse“. Insofern hat das Gesetz seinen Zweck erreicht. Hierauf wird bei den Auswirkungen noch zurückzukommen sein. Aber der Grund für den Erlaß des Gesetzes ist zweifellos nicht nur im Negativen zu suchen, nämlich Verhinderung der Ausschüttung zu hoher Dividenden, sondern er sollte vor allem dem Rentenmarkt eine Unterstützung bringen. Hier wirkt allerdings die Rücksichtnahme der Unternehmungen auf ihre Liquidität in der Richtung, daß die tatsächlich von den Unternehmern aufgenommenen Effektenbeträge in engen Grenzen blieben.

---

[72] Gerstner: Bilanzanalyse, Berlin-Leipzig 1933, S. 423.

Hinzu kommt noch, daß auch in dieser Hinsicht das Gesetz manche Zweifel offen ließ. Es war nämlich nicht klar zu erkennen, ob die Bildung des Anleihestocks aus neu zu beschaffenden Papieren zu bewerkstelligen war, oder ob etwa bereits vorhandene mit herangezogen werden konnten. Nicht selten wurde in Veröffentlichungen der Standpunkt vertreten, daß das letztere angängig sei. So schreibt z. B. Pappenheim in dem bereits zitierten Aufsatze: Der Anleihestock kann auch durch Heranziehung bereits vorhandener Effektenbestände gebildet werden, sofern es sich um Wertpapiere handelt, die den Voraussetzungen des § 3 des Kapitalanlagegesetzes entsprechen. . . Die Gesellschafter können . . . auch den gesamten Gewinn verteilen und zur Bildung des Anleihestocks andere Mittel verwenden. Sie könnten also ihre Effektenbestände ganz oder teilweise veräußern und den Erlös für die Anschaffung der in Betracht kommenden Titel heranziehen [73]). Den gleichen Standpunkt vertritt auch Koehler [74]).

Wenn eine solche Handhabung, für die das Gesetz an und für sich kein Verbot enthält, befürwortet wird, dann bedeutet dies allerdings für viele Unternehmungen, daß sie sich hinsichtlich ihrer Liquidität keine Sorgen zu machen brauchen. Es bedeutet aber andererseits eine Umgehung dessen, was der Gesetzgeber ursprünglich mit dem Gesetz bezwecken wollte. Denn die Verwendung von bereits im Portefeuille befindlichen Papieren bringt weder dem Rentenmarkt eine Entlastung, noch verhütet sie die Ausschüttung hoher Gewinne. Koehler begründet seinen Standpunkt damit, daß schon genügend erreicht sei, wenn die Effekten nunmehr durch die Zuführung zum Anleihestock auf eine gewisse Zeit festgelegt seien. „Indem man die bisher frei verkäuflichen Anleihen zu gebundenen Wertpapieren im Sinne des Kapitalanlagegesetzes macht, wird dieses Ziel genau so erreicht wie durch einen Ankauf neuer Wertpapiere".

Einen genau entgegengesetzten Standpunkt nehmen die betriebswirtschaftlich geschulten Autoren ein. So äußert sich Heiser: „Es ist ja bekannt, daß eine ganze Reihe von Gesellschaften ihre in der Depression besonders hohen liquiden Mittel aus Rentabilitätsgründen in börsengängigen, festverzinslichen Papieren angelegt haben. Soweit die Gesellschaften durch die Verbesserung der Konjunktur infolge der Arbeitsbe-

---

[73]) Pappenheim: Gewinnausschüttung und Anleihestock a. a. O.

[74]) Koehler: Zweifel um den Anleihestock, a. a. O.

schaffungsmaßnahmen gezwungen waren, einen Teil dieses Wertpapierbestandes wieder abzustoßen, haben sie damit einen gewissen Druck auf den Rentenmarkt ausgeübt. Wenn sie also nun durch die Beschäftigungsverbesserung eine Dividende von über 6 % zahlen können, ist es nur recht und billig, wenn sie den damals geübten Druck durch neue Käufe von festverzinslichen Papieren wieder ausgleichen" [75]).

Voraussetzung ist aber auch hier, daß durch die Bildung des Anleihestocks die Liquidität nicht leidet. Denn die Reichsregierung kann kein Interesse daran haben, die Unternehmungen, die zu einem nicht geringen Teil aktiv zur Arbeitsbeschaffung beitragen, durch die Bestimmung des Gesetzes illiquide werden zu lassen oder sie gar in eine erhöhte Verschuldung zu verstricken. Deshalb werden die Unternehmungen auch schon im eigenen Interesse nur dort Ueberdividenden verteilen, wo sie wirtschaftlich und vom Standpunkte guter Liquiditätspolitik aus tragbar erscheinen.

Eine ganz neue Lage hat hier das Dezember-Gesetz geschaffen. In Bezug auf die Liquidität der Unternehmung bringt das Gesetz keine besonderen Probleme. Denn es ist an und für sich gleichgültig, wer den von der Unternehmung gezahlten Gewinn in Empfang nimmt. Es treten deshalb nur diejenigen Fragen bezüglich der Beachtung der Liquidität in Erscheinung, die bei jedem Gewinnverteilungsbeschluß zu beachten sind. Etwas anderes ist es, wenn durch die Manipulierung der ausgewiesenen Gewinnhöhe in Form von stillen oder offenen Reserven eine übernormale Verflüssigung eintritt. Die damit zusammenhängenden Probleme wurden bereits im vorangegangenen Kapitel zur Darstellung gebracht, weshalb hier nur darauf zurückverwiesen zu werden braucht.

c) Die Gestaltung der Rentabilität.

Wenn man unter Rentabilität zunächst das Verhältnis des gesamten in einer Unternehmung arbeitenden Kapitals zum Reingewinn, also die Unternehmungsrentabilität versteht, dann ist festzustellen, daß die Anleihestockgesetze auf diese Rentabilität keinen unmittelbaren Einfluß haben können. Wohl ist aber eine mittelbare Wirkung insofern möglich, als der im Jahresabschluß zum Ausweis kommende Gewinnbetrag aus den genannten Gründen zu niedrig gehalten wird; doch wird

---

[75]) Heiser: Das neue Kapitalanlagegesetz, in: Der praktische Betriebswirt, Jahrg. 14, 1934, Nr. 4, Seite 256.

durch etwa vorgenommene stille Reserve-Legungen die Rentabilität nicht verändert, sondern nur verschleiert.

Zu einem anderen Ergebnis gelangt man, wenn man die Rentabilität des von den Aktionären zur Verfügung gestellten Kapitals einer Untersuchung unterzieht. Hier hatten die Anleihestockgesetze die Folge, daß dem Aktienertrag eine obere Grenze gesetzt wurde, was bekanntlich im Sinne des Gesetzgebers lag, der die Gesetze als eine „Dividendenbremse" wirksam werden lassen wollte.

Dieses Ziel wurde bei den beiden Gesetzen auf ganz verschiedene Weise erreicht.

Das März-Gesetz hatte zur Folge, daß die Rentabilität in einen engen Zusammenhang mit der Liquidität zu stehen kam. Diejenigen Gesellschaften, die in den vergangenen Jahren eine Dividende über 6 % zur Ausschüttung gebracht hatten, konnten den gleichen Betrag auch weiterhin ausschütten; eine Verminderung der Aktienrendite erwuchs daraus zunächst nicht. Die Firmen, die im Vorjahre keine oder nur eine geringe Dividende verteilt hatten, konnten diese, ohne gesetzliche Bestimmungen in Betracht ziehen zu müssen, in jedem Fall bis auf 6 % erhöhen. Einer Steigerung der Rentabilität des Aktienkapitals bis zu diesem Satze standen die Vorschriften also nicht entgegen. Einer Erhöhung der Dividende über 6 % — bzw. über die im Vorjahre ausgeschüttete Quote — lag gleichfalls nichts im Wege, sofern die Unternehmungen nur liquide genug waren, die vorgeschriebenen Staatspapiere anzuschaffen. Weil, wie bereits dargestellt, gewisse Ausweichmöglichkeiten vorhanden waren, mußte eine erhebliche Beeinflussung der Aktienrentabilität durch das März-Gesetz theoretisch nicht eintreten.

Praktisch hat es sich an den Auswirkungen gezeigt, daß die Unternehmungen im Interesse einer gesunden Finanzierungspolitik gerne auf eine Erhöhung der Dividendensätze verzichtet haben. Insofern kann man also feststellen, daß die Unternehmerrentabilität durch das Kapitalanlagegesetz zwar keine Verringerung erfuhr, aber doch in der Richtung einer Erhöhung der Gewinnsätze abgebremst wurde, obwohl der Gewinnausschüttung eine Grenze nach oben nicht gezogen war.

Von größerer Bedeutung für die Gestaltung der Rentabilität wurde das Gesetz vom Dezember 1934. Die in ihm vorgeschriebene Beschränkung der Gewinnausschüttung auf maximal 8 % bedeutet die Festlegung einer oberen Rentabilitätsgrenze, von der die sogenannten „schweren" Werte ganz besonders betroffen wurden. Diese Tatsache machte sich auch in der Kursgestaltung der Papiere mit hohen Dividenden bemerkbar,

die bei Bekanntwerden der gesetzgeberischen Maßnahmen bedeutende Kurseinbußen erlitten. So notierten z. B. an der Berliner Börse : [76])

	am 1.12.34	am 15.12.34
Accumulatoren	161 1/2	155 1/4
Bemberg I. P.	131	110
Dortm. Union	178 1/4	170 3/4
Eschweil. Bergb.	314	255 [77])
Grün u. Pilfgr.	205	189
Hemmoor Ptl.	151	140 1/4
Ponarth Brau.	201	172 1/2
Rhein. Brkohl.	215	206 1/4
Salzdetfurth	151 3/4	142

Da der Kurs der Aktien sich letztlich an deren Ertrag orientiert, wurde die sinkende Unternehmerrentabilität von der Börse vorweggenommen. „Der Umstand, daß drei volle Jahre hindurch bei vielen Gesellschaften nur mit beschränkten Barausschüttungen an Dividende gerechnet werden darf, führte zu nicht unbeträchtlichen Abgaben in den eine überdurchschnittliche Dividende tragenden oder versprechenden Aktien. Ganz erhebliche Kurseinbußen waren die Folge“ [78]).

Allerdings haben sich die Kursrückgänge mit Recht nicht lange fortgesetzt. Denn es ist zu bedenken, daß zwar die augenblickliche Dividende und damit die Rentabilität eine Verringerung erfährt. Auf der anderen Seite geht der nicht bar zur Ausschüttung kommende Gewinn dem Aktionär nicht verloren, sondern er wird nur zunächst auf drei Jahre von einer amtlichen Stelle treuhänderisch verwaltet. In dem Augenblick, in dem der Anleihestock von der Golddiskontbank aufgelöst wird, fließt der Erlös oder der Kapitalzuwachs aus Reserven den berechtigten Aktionären zu. Das heißt aber, daß man nur von einer Beschränkung der Rentabilität sprechen kann, soweit man die unmittelbare Ausschüttung des Gewinns im Auge hat. Da aber auch die mittelbar an die Golddiskontbank abgeführten Gewinnanteile dem Aktieninhaber zustehen, wenn sie auch für eine gewisse Zeit gebunden sind, so ist man berechtigt, auch diese Beträge der Berechnung der Rentabilität mit zugrunde zu legen. Praktisch wird sich die Abführung von Gewinnen an die Deutsche Golddiskontbank so auswirken, daß nach Maßgabe

---

[76]) Frankfurter Zeitung vom 1. und 15. Dez. 1934.
[77]) Notierung vom 13. Dez. 1934.
[78]) Frankfurter Zeitung vom 9. Dezember 1934.

der dort angesammelten Beträge sich der Aktienwert erhöhen, das heißt der Kurs steigen muß. Derjenige Teil des Gewinnes also, der dem Aktionär zunächst vorenthalten wird und der die augenblickliche Rentabilität des Anteilpapiers verringert, wächst auf der anderen Seite dem Aktienbesitzer durch eine Kurssteigerung der Aktie wieder zu.

Vom Standpunkte der Unternehmung aus ist das Kapitalanlagegesetz wegen der darin vorgenommenen Schematisierung nicht allenthalben gutgeheißen worden. Die Begrenzung der Dividende auf 8 % kann nämlich mit Rücksicht auf die tatsächliche Rendite der Aktien eine gewisse Härte bedeuten. Diejenigen Unternehmungen, die eine gute Finanzierungspolitik getrieben und die infolge vorwiegender Selbstfinanzierung hohe Reserven angehäuft haben, sind gegenüber denjenigen, die den Kapitalmarkt in Anspruch nahmen und ihr Kapital verwässerten, im Nachteil. Hierauf machte der Vorstand der Deutschen Gold- und Silberscheideanstalt anläßlich des Bilanztermins 1933/34 aufmerksam :

> „Ebenso wie schon vor mehreren Jahren spricht man auch heute wieder viel davon, die Ausschüttung von Dividenden zu erschweren, die dem Prozentsatz nach hoch erscheinen. Ohne die Berechtigung der abgestuften steuerlichen Erfassung hoher Gewinne zu bestreiten, glauben wir doch, daß eine schematische Beurteilung hoher Dividendensätze nicht das Richtige trifft. Sie würde in unserem Falle eine unberechtigte Bestrafung der Aktionäre und der Gesellschaft dafür sein, daß sie sparsam und vorsichtig wirtschaftete und ein stark komprimiertes Aktienkapital hat; sie würde ferner eine willkürliche Benachteiligung demjenigen gegenüber bedeuten, der in der Beanspruchung des Kapitalmarktes eine leichtere Hand hatte. Die Höhe des Dividendensatzes ist ein sehr wenig zuverlässiger Gradmesser für die Verzinsung des in der Unternehmung arbeitenden Kapitals. Bei den letzten Kapitalerhöhungen lag der Ausgabekurs weit über pari, und fast alle Aktionäre unserer Gesellschaft dürften ihre Aktien auch zu einem wesentlich höheren Kurs als 100 % gekauft haben“ [79]).

Diese Kritik, die übrigens vor dem Erlaß des zweiten Gesetzes geübt wurde, hat insofern sehr viel für sich, als die Be-

---

[79]) Frankfurter Zeitung vom 8. Dezember 1934.

messung der Dividende von einem nominalen Aktienkapital von Haus aus zu Trugschlüssen führen muß. Denn die nominale Höhe des Gesellschaftskapitals ist nur eine vom Gesetz eben vorgeschriebene Einrichtung, ohne daß die wirtschaftlichen Verhältnisse mit dieser Tatsache leicht in Einklang gebracht werden könnten [80]).

Eine gerechtere Berechnung der Dividende könnte die Quotenaktie bringen, da ihr nicht das nominale, sondern das tatsächliche Aktienkapital zugrunde liegt.

Die tatsächliche Größe des Eigenkapitals ist immer wechselnd und von verschiedenen Faktoren, insbesondere aber von den wechselnden Tagespreisen, abhängig. Hinzu kommt noch, daß es nicht das Aktienkapital allein ist, welches dem Aktionär eine Rente verschafft, sondern daß das gesamte Eigenkapital, also das Aktienkapital und die sämtlichen Reserven, und zwar die offenen und die stillen, bei der Errechnung der Rendite herangezogen werden müßten. Daß dies nicht geschieht und daß damit das Anleihestockgesetz nicht den tatsächlichen Gegebenheiten gerecht wird, liegt vielleicht weniger am Gesetzgeber, als mehr an der rechtlichen und zum großen Teil auch wirtschaftlichen Auffassung der Funktion des Aktienkapitals schlechthin. Man kann also nicht den Vorwurf erheben, daß der Gesetzgeber zu schematisch verfahren sei, sondern man müßte zunächst dafür sorgen, daß in der Allgemeinheit Klarheit über die Bedeutung des Aktienkapitals verbreitet wird. Dann werden, wenn das Aktienkapital seine richtige Stellung, nämlich die eines nur historischen und mit der Zeit wandelbaren Wertes, erhalten hat, Schematisierungen, die jetzt noch als notwendiges Uebel hinzunehmen sind, nicht mehr vorkommen können.

Diese Gedankengänge, auf den vorliegenden Fall angewandt, besagen, daß die Bemessung der Dividendenhöhe, bezogen auf das reine Nominalkapital, zu einer stark differenzierten Behandlung der Rendite der einzelnen Unternehmung führt. Nehmen wir an, zwei Gesellschaften hätten ein Aktienkapital von je 100 000 RM. Die eine hätte in den vergangenen Jahren ihren Ertrag in voller Höhe zur Verteilung gebracht, etwa notwendige neue Mittel wurden mit Hilfe des Kapitalmarktes beschafft. Demgegenüber hat die zweite Unternehmung eine vorsichtige Dividendenpolitik betrieben und einen Teil ihrer Gewinne

---

[80]) Vgl. Schmidt: Die Organische Tageswertbilanz, Leipzig, 1929, Seite 97 ff.

den Aktionären vorenthalten, um Reserven zu legen. Daraus ergibt sich, daß die erste Unternehmung ganz ohne Reserve dasteht, ein Fall, den man theoretisch annehmen kann, während die zweite einen Reservestock von vielleicht 50 000 RM gebildet hat. Beide Unternehmungen wollen nach Erlaß des zweiten Gesetzes eine Dividende von 10 % wie im Vorjahre zur Verteilung bringen. Was bedeutet dies in Bezug auf die Rentabilität des eingesetzten Kapitals ? Im ersten Fall ist die Rentabilität des Aktienkapitals gleich der des eingesetzten Kapitals, sie stimmt mit dem Dividendensatz von 10 % überein, wovon die Aktionäre allerdings zunächst nur 8 % erhalten können. Im zweiten Fall hingegen beträgt die Rentabilität des Eigenkapitals nur noch 6 $^2/_3$ % und es brauchte eigentlich das Anleihestockgesetz keine Anwendung zu finden. Trotzdem müssen die Aktionäre gleichfalls 2 % vom Ertrag abgeben, da der Gewinnermittlung die Rentabilität des Stammkapitals mit 10 % zugrunde gelegt wird. Beide Gesellschaften werden mit dem gleichen Maßstabe gemessen werden, und sie müssen es, solange das Nominalkapital als Grundlage der Gewinnzuteilung beibehalten wird.

Den gleichen Standpunkt nehmen auch die nachfolgenden Ausführungen ein: „In Wirklichkeit kann die Verteilung einer Dividende in Höhe eines und desselben Prozentsatzes vom Nominalkapital wirtschaftlich sehr verschiedenes bedeuten, weil bei den einzelnen Gesellschaften das nominelle Aktienkapital in durchaus verschiedenem Verhältnis zu den tatsächlich im Betrieb arbeitenden Mitteln steht. Eine Gesellschaft, die im Laufe von Jahren oder Jahrzehnten immer einen Teil ihres Ertrages benutzt hat, um ihren Betrieb zu erweitern, also nur einen Teil ausschüttete und einen anderen in Reserve stellte, behält vielleicht ihr ursprüngliches Nominalkapital bei und sammelt daneben Rücklagen in derselben Höhe an; verteilt sie dann 10 % Dividende auf ihr Nominalkapital, so ist das eine Verzinsung von nur 5 % auf das bilanzmäßige Eigenvermögen, während bei einer anderen Gesellschaft, die keine Bilanzreserven hat, dieselbe Verzinsung in einer Dividende von nur 5 % zum Ausdruck kommt“ [81]).

Sicherlich muß zugegeben werden, daß bei der heutigen Handhabung der Ausschüttung der Dividende in Prozenten des Nominalkapitals sich in den genannten und ähnlich gelagerten Fällen gewisse Härten ergeben, diese müssen aber im Interesse der Allgemeinheit zunächst in Kauf genommen werden. Im übrigen geht ja, wie bereits angedeutet, der Ertrag aus Aktien

---

[81]) Frankfurter Zeitung vom 26. März 1934.

dem einzelnen Aktionär nicht verloren, sondern er wird ihm spätestens nach drei Jahren wieder zur freien Verfügung gestellt, falls er ihn nicht schon bei einem früheren Verkauf der Aktie durch die Erzielung eines höheren Kurses realisiert. Damit bedeutet das Gesetz keine Ertragsschmälerung, sondern nur eine zeitliche Verschiebung, bis der Berechtigte in den Genuß seines ihm zunächst einbehaltenen Gewinnanteils kommt.

IV. HAUPTTEIL.

Die Auswirkungen.

1. Die betriebswirtschaftlichen Auswirkungen.

a) vom Standpunkte der Unternehmung.

Bei der Darstellung der Auswirkungen soll zunächst auf ein betriebswirtschaftliches Problem eingegangen werden, welches zwar der Gesetzgeber bei Erlaß des Gesetzes nicht im Auge gehabt hat, das aber vom Standpunkte organischer Bilanzauffassung besonders wichtig erscheint. Gemeint ist hier die verschiedene Gewinnerrechnung im konjunkturellen Auf- und Abstieg und die daraus entspringenden Wirkungen. Auf Grund eingehender Bilanzuntersuchungen kommt Schmidt in seiner Schrift „Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler!" zu folgendem Ergebnis:

„In Zeiten steigender Werte verrechnen die Unternehmer die Wertsteigerung auf die Kostenteile zwischen Anschaffungs- und Umsatztag als Gewinn und damit als Einkommen, wandeln also Volksvermögen in Einkommen um und erhöhen damit die verfügbare Kaufkraft derart, daß aus ihr übermäßige Nachfrage nach Gütern herauswächst, die neue Wertsteigerung bedingt. In der Krise wird die infolge übermäßiger Ausdehnung der Betriebe und ihrer Produktion eintretende Preissenkung durch die Verrechnung von Scheinkosten als Scheinvermögensersatz vom Erlös gekürzt. Damit mindert man die Gewinne und das Einkommen so stark, daß die im Gütermarkte verfügbare geringere Kaufkraft eine übermäßige Preissenkung herbeiführt, die erst allmählich durch die zunehmende Geldflüssigkeit wieder behoben wird" [82]).

In diesem Zusammenhange interessiert nur der zuerst gezogene Schluß, nach welchem bei aufsteigender Konjunktur die Unternehmungen Vermögen als Gewinn ausschütten und dadurch zu einer Überspitzung der konjunkturellen Phase beitragen, weil wir seit 1933 im Konjunkturanstieg leben.

Wenn wir unterstellen, daß auch jetzt wieder die erhöhten Gewinnausweise vieler Unternehmungen auf einer fehlerhaf-

---

[82]) Schmidt: Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, Berlin, Wien 1933, S. 106.

ten Rechnungsweise beruhen [83]), dann kommt man zu dem Ergebnis, daß die Anleihestockgesetze sowohl für die Unternehmung als auch gemeinwirtschaftlich gesehen, eine wohltätige Wirkung ausüben.

Allerdings kann das März-Gesetz die fehlerhafte Rechnungsweise nicht ganz kompensieren, doch werden, wie nachstehend ausgeführt, Bremswirkungen eintreten. Nimmt man z. B. an, daß der über 6 % zur Ausschüttung kommende Gewinn kein echter Betriebsgewinn, sondern Vermögenssubstanz ist, dann wird das Realvermögen um den über 6 % ausgeschütteten Betrag vermindert. Wenn nun in gleicher Höhe noch ein Anleihestock zu bilden ist, dann wird das gleiche Vermögen noch einmal gesetzlich gebunden, d. h. jeder Fehler in der Erfolgsrechnung wird auf das Zweifache vergrößert, und es ist kaum anzunehmen, daß die Liquiditätslage den Unternehmungen ein solches Vorgehen gestattet. Damit wird also eine Ausschüttung von Vermögen als „Gewinn" erschwert. Eine noch bessere Wirkung hat in dieser Beziehung das Dezember-Gesetz. Wenn nämlich jetzt Wertänderungen als Gewinn zur Verteilung kommen sollen, und angenommen, die Grenze läge bei 8 %, dann wird der überschießende Teil, der normalerweise als Einkommen und damit als zusätzliche Kaufkraft in den Markt überfließen würde, zunächst nicht in Einkommen, sondern durch die Anlagepflicht in Kapital umgewandelt. Dadurch wird eine unechte Kaufkrafterhöhung vermieden und eine übermäßige Wirtschaftsbelebung, die den Keim von Rückschlägen zwangsläufig in sich trägt, kann nicht eintreten.

Diese Gedankengänge sind auch bei der Kritik der Gesetzgebung schon laut geworden, allerdings ohne mit voller Klarheit ausgesprochen zu werden. „Es ist in der letzten Zeit viel davon die Rede gewesen, daß durch Dividenden die Kaufkraft gestärkt werde. In der Verallgemeinerung ist eine solche Behauptung höchst fragwürdig; es müßte schon jeder einzelne Fall von Mehrdividende untersucht werden, um festzustellen, ob tatsächlich einer Erhöhung der Kaufkraft von Aktionären

---

[83]) Daß dies tatsächlich der Fall ist, dafür sei nachfolgendes Zitat aus der „Frankfurter Zeitung" vom 26. 2. 1934 als Beispiel angeführt:
„Die Steigerung der Rohwollpreise am Weltmarkt um 70 % und mehr innerhalb eines Jahres hat in diesem Wirtschaftszweig (gemeint ist Wollindustrie) einmalige Gewinne entstehen lassen, nicht anders als vor Jahren der Rückgang einmalige Verluste brachte."

nicht volkswirtschaftliche Nachteile stärkeren Gewichts gegenüberstehen“ [84]). Nach den vorangegangenen Ausführungen kann man dieser Meinung zustimmen und sie dahin präzisieren, daß immer dann eine Erhöhung der Dividende schädlich wirkt, wenn die Mehrdividende nicht aus echtem Betriebsgewinn, sondern aus fälchlich als Gewinn ausgeschüttetem Unternehmungsvermögen besteht. In diesem Sinne hat das Ziel der Gesetze, die Dividende nicht zu stark steigen zu lassen, auch vom Standpunkt der Unternehmung aus, seine gute Berechtigung.

Noch eine andere Wirkung der Dividendenbegrenzung werden die Unternehmungen zu beachten haben. Durch die Maßnahmen der Reichsregierung ist immer wieder zutage getreten, daß der Rentenmarkt zunächst noch als wichtigerer Teilmarkt des Kapitalmarktes erachtet wird als der Aktienmarkt. Dies kommt nicht nur in den Anleihestockgesetzen zum Ausdruck, sondern auch in verschiedenen anderen Maßnahmen, wie in der Verschärfung der Vorschriften für Spekulationsgewinne bei Aktien und besonders in der Beschränkung der Emissionsmöglichkeiten. Die Unternehmungen müssen sich also klar darüber sein, daß ihnen der Kapitalmarkt für ihre Bedürfnisse eine Zeit lang nicht mehr zur Verfügung steht. Es ist also nicht möglich, wie dies in früheren Phasen konjunkturellen Aufschwungs häufig zu beobachten war, daß die Unternehmungen einen hohen Gewinn ausschütten, um dann auf Grund der guten Rentabilität ihrer Papiere an dem Kapitalmarkt mit gutem Erfolg neues Kapital aufzunehmen. Die Begrenzung der Aktienrendite einerseits, die Schwäche des Kapitalmarktes andererseits läßt eine solche Finanzierungspolitik außerhalb des Bereichs der Möglichkeit. Die Folge davon ist, daß sich die Unternehmungen Beschränkungen hinsichtlich der Gewinnausschüttungen auferlegen müssen, um die Gewinne, auch wenn es echte Betriebsgewinne sind, den Zwecken der Selbstfinanzierung dienstbar zu machen. Erfahrungsgemäß tritt mit jedem Konjunkturaufschwung infolge Nachholung von Investitionsbedarf eine Anspannung der Kapitaldisposition ein, die jetzt durch Erhöhung des Eigenkapitals nicht, durch langfristige Kredite nur schwer behoben werden kann. So weist Wagemann in seiner neuesten Untersuchung darauf hin, „daß die Finanzierung neuer Investitionsvorhaben über den freien Kapitalmarkt dadurch erschwert wird, daß der Staat einen unabdinglichen Vorrang auf alle organisierten Kredit-

---

[84]) Deutsche Bergwerkszeitung vom 1. April 1934, Artikel: „Der Kapitalstock.“

quellen beanspruchen muß“ [85]). Da eine Finanzierung von Anlagen mit kurzfristigen Krediten nach den Erfahrungen der letzten Jahre nur ungern vorgenommen wird, sind die Unternehmungen tatsächlich in der Hauptsache auf Selbstfinanzierung angewiesen.

Betrachtet man daraufhin die Veränderung der Gewinnausschüttung im Jahre 1935 gegenüber dem Vorjahre, dann ist die Feststellung zu machen, daß nur einzelne Unternehmungen ihre Dividende erhöht haben. Bis auf wenige größere Unternehmungen, die trotz hoher Dividende noch eine weitere Steigerung der Ausschüttung vorgenommen haben (z. B. Salzwerk Heilbronn von 12 auf 14 %, Zementfabrik Hemmoor von 7 auf 12 %) beschränkten sich die Erhöhungen, wenn solche überhaupt zu verzeichnen sind, in mäßigen Grenzen; meist handelt es sich um 1 % über dem Normalsatz von 6 %.

Die Folge davon muß sein, daß eine allmähliche Steigerung der offenen Reserven in den Bilanzen der Gesellschaften verzeichnet wird, wozu noch größere Beträge für stille Reserven zugerechnet werden müssen. Wenn auch im Hinblick auf die Notwendigkeit der Stärkung des Rentenmarktes diese Entwicklung zu bedauern ist, so darf doch gegen eine Stärkung der Unternehmung durch Bildung von Eigenkapital auch vom Standpunkte nationalsozialistischer Wirtschaftsführung kein Einwand erhoben werden, falls dadurch neue Arbeitsplätze geschaffen werden. Nur wenn die Unternehmung in guten Jahren gewisse Reserven sammelt, wird sie Zeiten des Niederganges überstehen können, wobei nicht zuletzt an die Gefolgschaftsmitglieder zu denken ist, die in Zukunft auch bei rückläufiger Konjunktur nach Möglichkeit ihren Arbeitsplatz behalten sollen.

b) vom Standpunkt der Aktionäre.

Für den Aktionär bedeutet der Kauf eines Anteilspapiers einer Unternehmung die Beschaffung eines Rechts auf Dividendenbezug. Gegen dieses Recht auf Ertrag treten für den Aktionär meist die beiden anderen Rechte der Stimmabgabe in der Generalversammlung und des Anspruchs auf einen prozentualen Liquidationserlös weit zurück. Hinsichtlich der Ur-

---

[85]) Wagemann: Zur Strategie der Krisenbekämpfung. Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung. 10. Jahrgang 1935, Heft 2, Teil A, Neue Folge, Seite 187.

sachen, welche für den Aktienkauf bestimmend sind, kann man zwei Gattungen von Aktionären unterscheiden, diejenigen, die sich die Anteilspapiere nur für eine kurze Zeit beschaffen, in der Hoffnung, sie bald wieder mit Gewinn veräußern zu können, und diejenigen, welche die Aktien als eine Daueranlage betrachten. Die ersteren, welche die Papiere für ihre spekulativen Zwecke benutzen, können zunächst außerhalb der Betrachtung bleiben.

Der Kapitalbesitzer wird seine Mittel immer dort anlegen, wo er die größte Rente erhofft. Sofern er sich für den Ankauf von Effekten entschlossen hat, stehen ihm zwei Märkte zur Wahl, der Aktienmarkt und der Rentenmarkt. Normalerweise liegt die Rendite der Aktien über derjenigen der festverzinslichen Werte. Man pflegt dies mit dem größeren Risiko, das der Aktienanlage anhaftet, zu erklären. So lag die Aktienrendite in der Vorkriegszeit etwa 1,4 % p. a. höher als die Bondsrendite [86]). In der Nachkriegszeit machte sich eine Umkehr dieser Beziehung bemerkbar, was auf nachwirkende Inflationserfahrungen und mangelnde Kurspflege auf dem Rentenmarkt zurückgeführt wird. Trotz der niedrigeren Verzinsung hat sich Kapital immer wieder dem Aktienmarkt zugewandt, wohl in der Hoffnung, daß steigende Ertragsaussichten bei ansteigender Konjunktur eine höhere Verzinsung bringen würden; doch mag auch die in der Zeit der Geldentwertung entstandene sogenannte Sachwertpsychose noch immer eine Rolle spielen. Die Hoffnungen auf Ertragssteigerungen wurden in den Jahren des Aufschwunges auch erfüllt, die Rendite der Aktien überstieg die der festverzinslichen Wertpapiere in den Jahren 1930 bis 1931 sehr erheblich. In den folgenden Jahren trat aber wieder ein für die Aktienbesitzer ungünstiges Verhältnis ein, seit 1932 lag die Rendite der Aktien wieder unter der der Bonds, wobei allerdings im Jahre 1935 als Folge der Konversion auf dem Rentenmarkt eine starke Annäherung beider Verzinsungen festzustellen war.

Es ist nun zu fragen, ob eine Beschränkung der Dividende in den Jahren des Aufschwungs ab 1933 nicht eine Benachteiligung der Aktionärinteressen bedeutet. Man muß dabei von der Voraussetzung ausgehen, daß die Kapitalbesitzer trotz der schlechteren Rentabilität der Anteilspapiere in der Krise Aktien gekauft bzw. an ihrem Besitz festgehalten haben, wohl in der Hoffnung, daß sie den Nachteil gegenüber den Besitzern von

---

[86]) Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, 8. Jahrg., Nr. 31, Berlin, 7. August 1935, Seite 127.

Rentenwerten im Aufschwung mehr als aufholen würden. Sie haben damit die Finanzierung der Unternehmungen insbesondere durch Neuaufnahme von Aktien nach erfolgter Zusammenlegung (Sanierung) auch in schlechten Jahren ermöglicht und damit der deutschen Wirtschaft einen nicht zu unterschätzenden Dienst erwiesen. Von diesem Gesichtspunkt aus gesehen, bedeutet die Beschränkung der Barausschüttung der Dividende im jetzigen Zeitpunkt, der einen Ausgleich bringen könnte, eine gewisse Benachteiligung. Wenn allerdings der erzielte Gewinn der Unternehmung in voller Höhe ausgewiesen und der die Normaldividende überschreitende Teil dem Anleihestock zugeführt wird, dann tritt insofern eine gewisse Milderung ein, als es sich dann nur um das Vorenthalten eines Gewinnanteiles für eine begrenzte Zeit handelt, denn tatsächlich hat sich die Rente des Aktienbesitzers erhöht, er kommt nur zunächst nicht in deren Genuß. Die Tatsache der vergrößerten Rendite muß aber insofern einen Einfluß ausüben, als sich aus der Steigerung der Ertragskraft der Unternehmung eine Steigerung des Aktienkurses ergibt und in gleicher Richtung wirkt sich zudem noch der bei der Golddiskontbank eingezahlte Gewinnbetrag als ein der Aktie anhängender Anspruch auf den Kurs aus. Durch einen Verkauf seines Anteils kann der Aktionär den erhöhten Ertrag seiner Anlage jederzeit in Form von Kursgewinnen realisieren, wobei er jedoch gleichzeitig auf alle weiteren Ansprüche verzichtet. Daß die Aktionäre von dieser Möglichkeit in nur wenig Fällen Gebrauch gemacht haben, kann man daraus schließen, daß im Verlaufe des Jahres 1935 immer nur ein knappes Angebot auf den Märkten festzustellen war.

Eine andere Lage tritt dann ein, wenn die Gesellschaften aus den bereits erwähnten Gründen auf eine Erhöhung der Dividenden verzichten und den Gewinn in Form von offenen oder stillen Reserven in der Unternehmung zurückbehalten. In diesem Falle bleibt der Ertrag aus der Aktie der gleiche wie in der Krisenzeit und es findet nur ein Kapitalzuwachs durch Reservebildung statt.

Der Aktionär muß sich mit der Hoffnung auf eine spätere Ertragssteigerung begnügen, die durch die Anhäufung von eigenen Mitteln, die nicht Aktienkapital sind, gerechtfertigt ist. Wenn diese Erwartung allgemein gehegt wird, ist anzunehmen, daß der Kurs der Aktie trotz zur Zeit stabiler Dividende eine Steigerung erfährt, was weiterhin bedeutet, daß die Effektivverzinsung, die bekanntlich aus Kurswert und Dividende errechnet wird, sogar eine sinkende Tendenz zeigt.

Im übrigen ist für eine Beurteilung des einzelnen Falles maßgebend, um welches spezielle Papier es sich handelt und in welcher persönlichen Vermögenslage der Aktienbesitzer sich befindet. Sofern der Aktionär Papiere besitzt, die bisher nur einen geringen oder gar keinen Ertrag abwarfen, bedeutet das Anleihestockgesetz nur soweit eine Beeinträchtigung der Rentabilität seiner Kapitalanlage, als eine Steigerung der Dividende über 6 % möglich ist. Für diejenigen Aktionäre, die hochverzinsliche Aktien besitzen und die von dem Ertrage dieser Papiere leben müssen, kann die Beschränkung der Barausschüttung, sofern andere Vermögenswerte nicht vorhanden sind, eine vorübergehende einschneidende Verminderung des Einkommens mit sich bringen. Die Fälle, in denen Anteilspapiere das einzige zur Verfügung stehende Einkommen darstellen — weil dafür Rentenwerte geeigneter sind — dürften allerdings seltener sein, sodaß der Gesetzgeber auf solchen Aktienbesitz weniger Rücksicht zu nehmen brauchte.

Als gar nicht schutzwürdig mußten dagegen diejenigen Aktienbesitzer betrachtet werden, welche die Papiere aus spekulativen Zwecken erworben hatten. Für diese bedeutet die Dividendenbeschränkung eine wenn auch zeitlich begrenzte Abbremsung des Ansteigens des Kursniveaus seiner Papiere, also eine Verringerung der Kursspanne, innerhalb welcher Kursgewinne zu erzielen sind. Es hat den Anschein, [87]) daß sich die Spekulation von den von ihr früher beliebten „schweren Werten" abgewandt und ein stärkeres Interesse für die Werte bekundet hat, die bisher einen geringen oder gar keinen Ertrag abwarfen. Eine Erhöhung der Dividende innerhalb der vom Gesetz gesteckten Grenze ließ bei letzteren Papieren Kurssteigerungen erwarten, welche die Spekulation auszunützen suchte. Tatsächlich hat sich eine gewisse Angleichung der Kurswerte der hoch und niedrig notierten Aktien feststellen lassen, die zum Teil auf das Wirken der Spekulation zurückzuführen sein wird. Eine Einschränkung der in spekulativer Absicht getätigten Geschäfte hat im übrigen auch die Verschärfung der Bestimmungen hinsichtlich der Erfassung der Spekulationsgewinne gebracht, die zusammen mit dem Anleihestockgesetz geeignet sind, Transaktionen am Aktienmarkt, die in spekulativer Hinsicht erfolgen, einzuschränken.

---

[87]) Vgl. Seite 90.

2. Die gemeinwirtschaftlichen Auswirkungen.

a) Die Beeinflussung des Rentenmarktes

aa) direkt

Man hat die Wirkungen, die durch das Gesetz ausgelöst wurden, in psychologischer und praktischer Hinsicht unterschieden. Auf der einen Seite hatte das Gesetzeswerk eine rein psychologische Wirkung, die darauf gerichtet war, das Interesse der breiten Öffentlichkeit auf den Rentenmarkt zu konzentrieren. Durch die erörterten Maßnahmen in Verbindung mit Veröffentlichungen von Seiten der Regierung wurde immer wieder darauf hingewiesen, welch ein großes Interesse der Staat an einer Konsolidierung des Rentenmarktes nahm. Hierdurch wurden die breiten Schichten der Kapitalanlagesuchenden auf diesen Teil des Kapitalmarktes immer wieder hingewiesen. Obwohl die praktische Auswirkung dieser Tatsache nicht meßbar ist, dürfte der Einfluß dieser Politik nicht gering zu veranschlagen sein.

Erfaßbar dagegen ist das Maß der durch die Gesetze wirksam gewordenen Nachfrage auf dem Rentenmarkt. Allerdings kann auch hier kein exaktes Zahlenmaterial geliefert werden, weil das März-Gesetz gewisse, bereits besprochene Ausweichmöglichkeiten offen ließ, die sich der Statistik entziehen. Exakt meßbar sind dagegen die Beträge, die auf Grund des Dezember-Gesetzes an die Golddiskontbank abgeführt werden; hier kann es sich aber bis zum Vorliegen sämtlicher Abschlüsse nur um eine Vorausschätzung handeln.

Im Hinblick auf das März-Gesetz kann rückschauend gesagt werden, daß es die Erwartungen hinsichtlich der Entlastung des Rentenmarktes nicht erfüllt hat. Hierzu schreibt Waller in „Der Deutsche Volkswirt“: „Das Anleihestockgesetz hat insofern die beabsichtigte Wirkung erreicht, als es Dividendenerhöhungen über 6 % hinaus, von wenigen Ausnahmen abgesehen, verhindert hat. Aber es ist dadurch einem anderen Ziele nicht gerecht geworden, denn es hat nur unerhebliche Käufe von festverzinslichen Werten aus dem Ertrag von Aktiengesellschaften zur Folge gehabt“ [88]).

Aehnliche Aeußerungen finden sich auch in der Tagespresse, wo die praktische Auswirkung und die Anwendbarkeit des Gesetzes als beschränkt bezeichnet wird. Verständlich wird

---

[88]) Waller: Aktuelle Fragen der Kapitalmarktpolitik, in: „Der Deutsche Volkswirt“ vom 26. Oktober 1934, Seite146.

dies, wenn man die folgende Aufstellung [89]) über die Dividendenverteilung im Jahre 1933 von 234 an der Berliner Börse notierten Aktien betrachtet. Darnach haben

109 = 46,6 % wieder keine Dividende verteilt,
44 = 18,8 % unveränderte Erträge gezahlt,
40 = 17,1 % die Dividendenzahlung wieder aufgenommen,
22 = 9,4 % die Dividende erhöht,
12 = 5,1 % die Dividende ermäßigt,
7 = 3,0 % die Dividende für 1933 ausfallen lassen.

In den Bereich der Untersuchung, als für das Gesetz vielleicht in Frage kommend, sind nur 40 + 22 = 62 Unternehmungen zu ziehen, nämlich die, welche die Dividendenzahlung wieder aufnahmen, und diejenigen, welche ihre Ausschüttung erhöhten. Von diesen 26,5 % müssen aber diejenigen ausgeschlossen bleiben, deren Dividende unter 6 % bleibt. Von den „schweren" Werten, auf die über 6 % Dividende entfiel — es sind nur 22 Unternehmungen = 9,4 % — bleiben wiederum diejenigen außer Ansatz, bei denen keine Erhöhung der Ausschüttung stattgefunden hat.

Unter diesen Umständen ist es nicht verwunderlich, daß dem Gesetz der praktische Erfolg versagt blieb. Nachdem es fast ein halbes Jahr in Kraft war, sind an der Berliner Börse erst vier Industrieunternehmungen des Berliner Kurszettels erfaßt worden, und dabei handelt es sich nur um geringe Superdividenden: Deutsche Tafelglas 7 (0), Hannover-Zement 7 (0), Pittler-Werkzeugmaschinen 7 (5), Pongs & Zahn 10 (6) % [90]). Bis Mitte Oktober war dann die Zahl der Anlagepflichtigen auf 12 gestiegen, „mit den höchsten Anlagebeträgen bei der Bremer Wollkämmerei (200 000 RM), bei Gladbacher Wolle (160 000 RM) und bei Fichtel & Sachs (120 000 RM). Die Kabelwerke Rheydt, die jetzt für 1933/34 eine Dividendenerhöhung von 8 auf 12 % in Vorschlag bringen, werden den bisher höchsten Anlageposten, nämlich 270 000 RM aufzuwenden haben" [91]).

Die Unternehmungen, die bisher keine oder nur eine geringe Dividende zur Ausschüttung brachten und nun wieder einen Gewinn an die Aktionäre verteilten, machten mit ihren Dividenden meist bei 6 % halt [92]).

---

[89]) Deutsche Allgemeine Zeitung vom 8. 7. 34.
[90]) Deutsche Allgemeine Zeitung vom 8. 7. 1934.
[91]) Deutsche Allgemeine Zeitung vom 13. 10. 1934.
[92]) Frankfurter Zeitung vom 12. Oktober 1934.

Wenn man die sämtlichen Abschlüsse des Jahres 1934 heranzieht, kommt man zu dem Ergebnis, daß die angelegten Beträge nicht mehr als einige Millionen Reichsmark betragen haben können. Die Hoffnung bei Erlaß des Gesetzes auf eine günstige Beeinflussung des Rentenmarktes hatte sich also nicht erfüllt. Auch dann konnte von einer direkten Wirkung keine Rede sein, wenn man, worauf die „Deutsche Bergwerkszeitung" hinweist, die angelegten Beträge nicht mit den Umsätzen, sondern mit den echten Anlagen in Vergleich setzt. „Man darf diese Beträge, die immerhin gegebenenfalls eine Reihe von Millionen Mark erreichen können, nicht in Vergleich setzen mit den Umsätzen am Rentenmarkt, sondern mit den echten Anlagen. Die Umsatzziffern nämlich enthalten die zeitweise verhältnismäßig erheblichen Kulissenumsätze, die ein Mehrfaches der wirklichen Neuanlagen betragen können. Unter diesem Gesichtspunkt ist es durchaus möglich, daß der Bildung des Kapitalstocks auch eine praktische Bedeutung zukommt" [93]). Nach den vom Statistischen Reichsamt durchgeführten Bilanzzusammenstellungen deutscher Aktiengesellschaften hat Plum errechnet, daß von 1024 erfaßten Unternehmungen nur 58 einen Anleihestock bildeten. Es waren 7,6 Mill. RM anleihestockpflichtig, d. h. nur etwas über 2 % der im Jahre 1934 ausgeschütteten Dividenden. Die anleihestockpflichtigen Fälle verteilten sich auf folgende Branchen: [94])

---

[93]) Deutsche Bergwerkszeitung vom 1. 4. 1934.

[94]) Plum: Die Ertragsgestaltung der deutschen Aktiengesellschaften, in: Die Deutsche Volkswirtschaft, 4. Jahrg. 2.Oktoberheft, Berlin 1935, Seite 938.

	Zahl der Gesellschaften	Anleihestockpflichtiger Betrag in Mill. RM
Braunkohlen-Bergbau	4	1,24
Baustoff-Industrie	4	0,63
Salzbergbau	1	0,17
Feinkeramik u. Glasindustrie	4	0,34
Herstellung von Eisen-, Stahl- und Metallwaren	3	0,25
Maschinen- u. Apparatebau	5	0,58
Elektrotechnische Industrie	1	0,02
Chemische Industrie	5	0,62
Textil-Industrie	12	1,99
Leder- u. Linoleum-Industrie	1	0,08
Nahrungs- u. Genußmittel-Gewerbe	2	0,13
Wasser-, Gas-, Elektrizitätsversorgung	2	0,43
Handelsgewerbe	2	0,06
Binnenschiffahrt	1	0,12
Baugewerbe	1	0,31
Hypothekenbanken	1	0,02
Versicherungswesen	9	0,59
	58	7,58

Die strengere Fassung des Dezember-Gesetzes ließ von vornherein einen größeren Betrag für die Anlage am Rentenmarkte erwarten. Auch die indirekten Wirkungen dieses Gesetzes müssen stärker sein, weil nunmehr eine Begrenzung der Barausschüttung eine maximale Grenze der Dividendenausschüttung schafft.

Über die endgültige Höhe der anlagepflichtigen Beträge konnte bei Abfassung der Arbeit, wegen des Fehlens einer großen Reihe von Jahresabschlüssen, noch nichts ausgesagt werden [95]). Soweit Schätzungen vorgenommen wurden, ist die Beobachtung zu machen, daß die anzulegenden Beträge in den vor den Durchführungsverordnungen erschienenen Veröffentlichun-

[95]) Laut Geschäftsbericht der Deutschen Golddiskontbank, Berlin, für das Jahr 1935 sind in diesem Berichtsjahr insgesamt rd. RM 30 Millionen eingegangen und den Vorschriften des Gesetzes gemäß angelegt worden. Vgl. S. 5 des Berichtes.

gen mit 38—40 Millionen Reichsmark veranschlagt werden. Diese Schätzungen scheinen alle auf eine Quelle, nämlich auf Berechnungen, die die Deutsche Sparkassenzeitung angestellt hat, zurückzugehen. Deshalb sei der dort erschienene Aufsatz, soweit er in diesem Zusammenhange interessiert, wörtlich wiedergegeben:

„Für eine Untersuchung dieser Frage können die größeren Gesellschaften, die bis jetzt noch nicht bilanziert haben, außer Betracht bleiben, da bei ihnen eine Ausschüttung von mehr als 8 % zu den Ausnahmen gehören dürfte. Unberücksichtigt bleiben können ferner die kleinen Gesellschaften mit weniger als 1 Million Aktienkapital, soweit sie nicht börsenfähig sind, da die hier eventuell zur Ausschüttung gelangenden Dividendenbeträge von mehr als 8 % des A.-K. nicht so zu Buche schlagen.

So ergab sich nach dem Stande vom 29. September des Jahres, also jüngsten Datums, eine Anzahl von 2 132 Gesellchaften mit mehr als 1 Million Aktienkapital bzw. börsenfähig bei einem Gesamtkapital von rund 15,735 Milliarden Reichsmark. Nach den Feststellungen des Statistischen Reichsamtes im kürzlich erschienenen Sonderheft I des 43. Jahrganges der Vierteljahreshefte zur Statistik des Deutschen Reiches beziffert sich der Gesamtbestand der am 30. September vorhandenen Gesellschaften auf 8 796 mit einem Aktienkapital von rund 19,922 Milliarden Reichsmark. Die Zahl der dividendenverteilenden Gesellschaften betrug hiervon 915, die Ausschüttung stellte sich im Durchschnitt auf 2,88 % des dividendenberechtigten Aktienkapitals. Die für unseren Fall angestellte Untersuchung der 2 132 Gesellschaften erfaßt also rund 24 % der Anzahl, jedoch rund 80 % des Kapitals der am 30. September vorhandenen Gesellschaften.

Von diesen 2 132 Gesellschaften schütteten eine Dividende von mehr als 6 % bis 8 % einschließlich aus 59 Gesellschaften mit einem dividendenbezugsfähigen Kapital von 241,030 Mill. RM. Bei einer Gesamtausschüttung von 17,592 Mill. RM bezifferte sich der 6 % übersteigende Betrag auf 2,969 Mill. RM. Berücksichtigt man, daß der Kapitalanlagezwang nur für Gesellschaften ohne Sanierungsvorgang innerhalb der letzten drei Jahre wirksam wird, dann ist ohne weiteres verständlich, warum das Anleihestockgesetz noch keine einschneidende Bedeutung für den Rentenmarkt gewinnen konnte.

Anders sieht es dagegen hinsichtlich der Gesellschaften mit mehr als 8 % Dividende aus. Von den untersuchten 2132 waren es 205 Gesellschaften, die infolge einer Dividende von mehr als 8% unter ein modifiziertes Kapitalanlagegesetz fallen könnten. Ihr dividendenberechtigtes Kapital betrug rund 1,059 Milliarden Reichsmark. Die Dividendensumme über 8 %, also der Betrag, der für den Ankauf von festverzinslichen Werten Verwendung finden könnte, belief sich auf rund 36,310 Mill. RM. In dieser Summe ist allerdings noch nicht die kürzlich bekanntgewordene Dividendenerhöhung der Kabel Rheydt von 8 % auf 12% enthalten, was bei einem Stammkapital von 6,75 Mill. RM einen Mehrbetrag von 270 000 RM ausmachen würde. Schätzt man den 8 % übersteigenden Dividendenbetrag der hier nicht berücksichtigten Gesellschaften auf 1,5 Mill., was der Wirklichkeit nahekommen dürfte, dann wäre eine Summe von 38 Millionen, vielleicht sogar 40 Millionen Reichsmark für eine weitere Entlastung des Rentenmarktes disponibel" [96]).

Inwieweit die vorliegende Schätzung der Wirklichkeit nahekommt, ist eine Frage der zukünftigen Gestaltung der Gewinnausschüttungspolitik der Unternehmungen, und es lassen sich hier wohl Berechnungen anstellen und Vermutungen aussprechen, ohne daß die Möglichkeit einer Nachprüfung besteht. In einem Aufsatz der Zeitschrift „Der Deutsche Ökonomist" [97]) wurde zum Beispiel der Nachweis versucht, daß die bereits wiedergegebenen Schätzungen der Sparkassenzeitung von 40 Millionen, welche Zahl auch der amtlichen Ankündigung des Anleihestockgesetzes zugrunde gelegt wurde, zu niedrig gegriffen seien. Diese Annahme wurde durch eine Reihe von Beispielen belegt.

„Man braucht sich nur einmal die neu aufgebauten Vereinigten Stahlwerke vorzunehmen. Diese leben in der Hauptsache von den Dividenden der in die Form von Aktiengesellschaften und G. m. b. H. gekleideten Betriebe. Da es sich hier bekanntlich um Gründungen per 1. 1. 1934 handelt, haben sie „im Vorjahre" noch keine Dividende ausgeschüttet und können deshalb auch nicht unter die Freigrenze von 8 % fallen. Bei der wahrscheinlichen Dividende von über 6 % sind somit aus diesen

---

[96]) Deutsche Sparkassenzeitung vom 15. 10. 1934.

[97]) Höhe und Verwendung des Anleihestockes, in: Der Deutsche Ökonomist, Nr. 1, vom 4. 1. 35, Seite 17.

dem Stahlverein gehörenden Betriebsgesellschaften erhebliche Einlagen in den Anleihestock zu erwarten. Eine schöne Grundlage wird der Anleihestock des weiteren bekommen durch die 2 %ige Dividendenspitze bei Berliner Licht- und Kraft, die bei 240 Mill. Kapital 10 % verteilen werden. Wird allein durch diese einzige Gesellschaft ein Zehntel der voraussichtlichen Summe erbracht, so kann angenommen werden, daß die 40 Millionen bei weitem überschritten werden. Überhaupt wird man das Schwergewicht des Aufkommens nicht auf die Börsenpapiere, sondern auf in festen Händen befindliche verlegen müssen. So verteilten jüngst Raab-Karcher (Stahlverein) wieder 10 % auf 20 Millionen Kapital, ebenso die Beteiligungsgesellschaft Meer in München-Gladbach abermals 10 %, die Deutsche Zuckerkreditbank 15 % und die Süddeutsche Festwertbank, Stuttgart, seit Jahren 20 %."

Daß die in dem genannten Aufsatz angenommene Erhöhung der abzuführenden Beträge in der Zukunft nicht eintreten kann, ist auf die einschränkenden Bestimmungen der Durchführungsverordnungen zurückzuführen.

Im übrigen sind auch, nachdem das Anleihestockgesetz bereits ein Jahr in Kraft ist, amtliche Zahlen über die abgeführten Beträge nicht zu erlangen. Auf eine Anfrage über die derzeitige Höhe des Anleihestocks bei der Golddiskontbank wurde dem Verfasser von diesem Institut mitgeteilt, daß die betreffenden Zahlen nicht zur Verfügung gestellt werden können.

Deshalb ist man auch weiterhin auf eigene Berechnungen angewiesen, die aber erst dann mit einer gewissen Sicherheit durchgeführt werden können, wenn alle Abschlüsse für das Jahr 1935 vorliegen. Aber auch in diesem Falle bleibt ein gewisser Unsicherheitsfaktor bestehen, weil in vielen Fällen der gebundene Effektenbesitz, der von der Abführung befreit ist, nicht bekannt ist. Das gleiche gilt für die Beteiligung von öffentlichen Körperschaften an privaten Unternehmungen, deren Gewinnanteil bekanntlich auch nicht in den Anleihestock gelegt zu werden braucht. Andererseits müssen Gesellschaften, die ihr Kapital erhöhen, einen Teil der neu hereinkommenden Beträge dem Anleihestock zur Verfügung stellen. Wenn diese Fälle auch relativ selten sind, so bewirken sie doch eine Erhöhung der Stocksumme.

In der kurzen Zeit der Wirksamkeit des Gesetzes vom 11. Dezember 1934 bis zum Jahresabschluß waren nach dem Geschäftsbericht der Deutschen Golddiskontbank bereits Reichs-

mark 5 Mill. bei dem Institut eingegangen [98]). Bis Ende März 1935 hatte sich der Anleihestock nach einer Mitteilung im Völkischen Beobachter auf fast RM 15 Mill. erhöht [99]). Bis Ende September wurden etwa 24 Mill. abgeführt [100]). Seit diesem Zeitpunkt sind weder amtliche Bekanntgaben noch private Schätzungen der Öffentlichkeit übergeben worden.

Nach eigenen Berechnungen haben von 228 an der Berliner Börse notierten Unternehmungen imJahre 1935 28 Gesellschaften eine Dividende ausgeschüttet, die über der gesetzlichen Höchstgrenze lag. Der sich hieraus ergebende Betrag beläuft sich auf etwa 18,3 Mill. Abzusetzen hiervon wären dann noch die Summen, welche von der Ablieferungspflicht befreit sind. Im einzelnen zeigt die nachfolgende Aufstellung, welche Unternehmungen in Frage kamen und um welche Beträge es sich handelte [101]):

(Aufstellung siehe folgende Seite)

---

98) Geschäftsbericht der Deutschen Golddiskontbank, Berlin, für das Jahr 1934, Seite 5.

99) Völkischer Beobachter vom 27. 4. 1935.

100) Wirtschaft und Statistik, 15. Jahrg., Nr. 20, 2. Oktoberheft, Seite 775.

101) Zusammengestellt nach: Reichs-Kredit-Gesellschaft Berlin, Aktienwerte der Berliner Börse. Dezember 1935.

Name der A.-G.	Eingezahltes Stammkapital in Mill. RM	Ausschütt. an Aktionäre in %	Überweis. an Golddisk.-Bank in %	Überweisung an Golddiskontbank in RM
Eschweiler Bergwerk	22,8	8	6	1 368 000
Braunkohlen u. Brikett (Bubiag)	22,7	8	2	454 000
Eintracht Braunkohle	24,0	8	2	480 000
Nieders. Kohle	24,2	8	2	484 000
Rheinische Braunkohle	72,9	8	4	2 916 000
Gildemeister u. Comp.	2,0	6	1	20 000
Linde's Eismaschinen	16,1	6	1	161 000
Pittler Leipzig	5,0	7	2	100 000
Schubert & Salzer	8,3	8	2	166 000
Reichelt Metall	1,6	6	2	32 000
Kronprinz Metall	4,2	6	1 1/2	63 000
Wanderer-Werke	7,9	6	2	138 000
Accumulatoren-Fabrik	21,3	8	4	852 000
Sachsenwerk m. Div. Gar.	5,8	8	20	1 160 000
Electr.-Werke Liegnitz	4,6	8	2	92 000
Wasserwerke Gelsenkirchen	28,0	7	1 1/2	420 000
Sachtleben	12,5	8	1	125 000
Glas-Manufaktur Schalke	3,6	6	2	72 000
Grün & Bilfinger	4,4	8	7	308 000
Alsen Cement	5,7	6	2	104 000
Breitenburger Cement	2,7	6	2	54 000
Hemmoor Cement	5,1	7	5	255 000
Bremer Wollkämmerei	10,4	8	4	416 000
Deutsche Baumwolle	28,0	7	1	280 000
Gebhard & Co.	4,4	6	2	88 000
Gladbacher Wolle	4,0	8	2	80 000
Hoffmann Stärke	4,0	6	1/2	20 000
Süddeutsche Zuckerfabrik	30,0	8	2	600 000
C. H. Knorr	6,0	8	2	120 000
Magdeburger Mühlen	2,6	8	2	52 000
Mühle Rüningen	3,2	8	2	64 000
Dortmunder Union-Bräu	15,0	8	4	600 000
Bank für Brau-Industrie	10,0	6	1/2	50 000
Königsberger Lagerh.	1,6	6	2	32 000
Lingner Werke	4,8	7,8	0,2	9 600
Mimosa	3,3	8	2	66 000
Vgte. Altenburger	1,4	6	2	28 000
Reichsbank	150,0	8	4	6 000 000
	584,1			18 349 600

Wenn man bedenkt, daß von der Gesamtsumme allein RM 6 Mill. von der Reichsbank aufgebracht wurden, dann muß man die von den an der Berliner Börse notierten Aktiengesellschaften aufgebrachten Beträge als nicht sehr hoch bezeichnen. Für die Beurteilung des Gesamtaufkommens ist jedoch zu berücksichtigen, daß nur eine geringe Zahl von Unternehmungen erfaßt wurde, andererseits handelt es sich bei ihnen aber um die bedeutendsten deutschen Firmen. Einen endgültigen Schluß auf das gesamte Aufkommen der unter das Anleihestockgesetz fallenden Unternehmungen läßt sich wegen der Unsicherheit der Berechnungsgrundlagen zunächst nicht ziehen, weshalb von einer eigenen Schätzung Abstand genommen werden muß.

bb) indirekt

Nach den vorangegangenen Untersuchungen darf man den direkten Einfluß, der von den Anleihestockgesetzen auf den Rentenmarkt ausgegangen ist, als nicht zu hoch anschlagen. Für das erste Gesetz ist dies von amtlichen Stellen bereits unumwunden zugegeben worden. Aber auch die durch das Dezember-Gesetz abgezweigten und dem Rentenmarkt zugeführten Beträge spielen, wenn sie diejenigen des März-Gesetzes auch wesentlich überschreiten, doch nur eine untergeordnete Rolle. Dies ist aber deshalb von keiner Bedeutung, weil es nicht die auf dem Rentenmarkt anzulegenden Beträge sind, von denen die Regierung eine Festigung des Rentenmarktes erwartete, als vielmehr die Ablenkung des Interesses vom Aktienmarkt zum Rentenmarkt. Schon durch den Erlaß des März-Gesetzes sollte eine Wirkung auf die Effektenmärkte in der Richtung ausgehen, daß es den Rentenmarkt förderte, dem Aktienmarkte aber eine Mäßigung auferlegte. Die an dieses Gesetz geknüpften Hoffnungen haben sich nicht erfüllt. Viele Unternehmungen ließen sich in ihrem Bestreben, erhöhte Dividenden zur Ausschüttung zu bringen, nicht hemmen, sodaß die Gefahr bestand, daß die damals geplante Zinskonversion deshalb nicht durchführbar war, weil sich das anlagesuchende Kapital vom Rentenmarkt weg- und dem Aktienmarkt zuwenden würde. Eine Begrenzung der Dividenden war damit unumgänglich notwendig geworden. In der amtlichen Begründung zum Anleihestockgesetz werden diese Gedanken klar zum Ausdruck gebracht: „Werden . . . die Gesellschaften nicht gehalten, in ihrer Dividendenpolitik Maß zu halten, so könnten die Gesellschafter der Kapitalgesellschaften die hauptsächlichsten Nutznießer der Konjunktur werden, ohne daß sich daraus ein

besonderer Vorteil für die Allgemeinheit ergibt. In diesem Falle würde voraussichtlich das Interesse sich ausschließlich dem Aktienmarkt zuwenden und der Rentenmarkt vernachlässigt und infolge von Umlagerungen vom Renten- zum Aktienmarkt unter Druck gesetzt werden. Eine solche Entwicklung, die zu einer Senkung des Kursniveaus der festverzinslichen Papiere führen müßte, würde aber den auf eine baldige organische Zinssenkung gerichteten Bestrebungen der Regierung zuwiderlaufen und die Aussichten auf eine weitere Förderung der Wirtschaft durch Herabsetzung des Zinsfußes beeinträchtigen [102])".

In der Folge hat sich gezeigt, daß das Dezember-Gesetz die erwünschte Wirkung gehabt hat. Die begrenzten Ertragsmöglichkeiten auf dem Aktienmarkte haben nach der Zinskonversion zu Beginn des Jahres 1935 verursacht, daß sich das Kapital nicht von dem Rentenmarkt hat ablenken lassen, vielmehr blieben trotz der Zinssenkung die Rentenkurse nahe der Parigrenze, ohne daß ein Kursdruck bemerkbar wurde.

Über diese Transaktion hinaus hat aber die Dividendenbegrenzung auch für die Folgezeit bewirkt, daß zwischen Renten- und Aktienmarkt ein gewisser Gleichgewichtszustand eintrat, der verhinderte, daß zu große Kapitalbeträge sich dem Markte der Dividendenpapiere zuwandten.

Maßgeblich hierfür dürfte vor allem gewesen sein, daß die Rendite der festverzinslichen Werte auch weiterhin oberhalb der für Aktien blieb, obwohl die Rentenkonversion zu einem starken Rückgang der Bondsrendite geführt hatte. Während in früheren Jahren diese Ertragslage die Kapitalisten nicht davon abhielt, trotzdem auf dem Aktienmarkte ihre Gelder anzulegen, ist seit der Machtübernahme durch die nationalsozialistische Regierung hierin eine grundlegende Wandlung eingetreten. Alle kapitalmarktpolitischen Maßnahmen liefen darauf hinaus, dem bisher vernachläßigten Rentenmarkte eine bevorzugte Pflege angedeihen zu lassen. Weitere Gründe, die im wesentlichen das anlagesuchende Kapital vom Rentenmarkt ferngehalten hatten, kamen in Wegfall:

„1. die inzwischen durch zahlreiche entschiedene Erklärungen der Reichsregierung und der Reichsbank überwundene und heute bedeutungslos gewordene

---

[102]) Amtliche Begründung zu dem Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften (Anleihestockgesetz), abgedruckt bei D e u m e r, a. a. O., Seite 65.

Furcht des Publikums vor einer notwendig werdenden Devalvation oder Inflation,

2. die ebenfalls inzwischen abgelegte, aus den Erfahrungen der Brüning-Periode zurückgebliebene Angst vor einem Zwangseingriff in die Zinsgestaltung“ [103].

Hieraus ergab sich eine Bevorzugung des Rentenmarktes als Kapitalanlage, der allmählich soweit gebracht werden soll, daß die Konsolidierung der kurzfristig aufgenommenen öffentlichen Schuld mit Hilfe dieses Marktes durchgeführt werden kann. Bisher hat dieser Markt die notwendige Aufnahmefähigkeit noch nicht erreicht, doch ist im Jahre 1935 eine Erstarkung des Rentenmarktes festzustellen und die Zeit bis zur vollständigen Funktionsfähigkeit dieses wichtigen Teilmarktes ist nicht mehr fern. „Für die Erstarkung des Rentenmarktes ist neben der Tatsache der reibungslosen Unterbringung der 500 Mill RM Schatzanweisungen des Reiches im September und der Aufnahme weiterer erheblicher Emissionsteile der Gemeindeumschuldungsanleihe auch die Entwicklung des Pfandbriefmarktes typisch [104]. Die Pfandbriefinstitute, denen im Jahre 1935 Pfandbriefverkäufe in Höhe von 125 Mill. RM gestattet worden waren, konnten beachtliche Summen placieren, es wurden für 145 Mill. RM mehr Pfandbriefe verkauft, als zurückgeflossen waren.

b) Die Kursgestaltung auf den Wertpapiermärkten.

Eine Untersuchung, welche die Wirkung einer wirtschaftspolitischen Maßnahme auf die Kursgestaltung der Effekten zur Darstellung bringen will, muß mit gewissen Schwierigkeiten rechnen. An der Börse, an welcher sich das Angebot von und die Nachfrage nach Wertpapieren konzentriert, machen sich eine Reihe von Faktoren bemerkbar, die in ihrer Gesamtheit die Preisbildung bewirken. Nach Prion kann man diese kursbestimmenden Faktoren einteilen in wirtschaftliche, politische und börsentechnische [105]. Eine andere neuere Untersuchung

---

[103] Fuerth: Dividendenpolitik und Kapitalmarkt. Die Wirtschaftskurve, 13. Jahrg., Heft 3, 1934/35, Seite 287.

[104] Strathus: Die Finanzierung als Kernproblem. in: Die Deutsche Volkswirtschaft, 4. Jahrg., 3. Dezemberheft, 1935, Nr. 36, S. 1153.

[105] Prion: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. München und Leipzig 1929.

von Donner faßt die kursbestimmenden Faktoren stärker zusammen. Ohne Außerachtlassung der außerwirtschaftlichen Faktoren, wie börsentechnische, politische und psychologische, wird der Hauptwert zur Erklärung der Wertpapierpreise auf die ertragsmäßigen und kreditären Faktoren gelegt [106]). In jedem Falle sind es also mehrere Faktoren, welche letzten Endes zur Erklärung der Kursgestaltung der Wertpapiere herangezogen werden müssen.

Diese Tatsache muß berücksichtigt werden, wenn man den Versuch macht, den Einfluß einer Maßnahme auf die Preisbildung an den Effektenmärkten zu untersuchen. Es muß dabei immer im Auge behalten werden, daß auf die Kursgestaltung mehrere Faktoren gleichzeitig einwirken und daß die Preisbildung die Resultante einer Reihe von Komponenten ist. Im folgenden kann es sich deshalb nur darum handeln, festzustellen, ob die Anleihestockgesetze nur in einem bestimmten Zeitpunkte einen überragenden Einfluß auf die Preisbildung am Effekenmarkte gehabt haben, oder ob ihr Einfluß auch während der ganzen Dauer ihrer Wirksamkeit spürbar ist. Niemals kann es dabei aber gelingen, — und das muß gleich zu Beginn der Untersuchung betont werden — den Grad der Auswirkung der in Frage stehenden Gesetzgebung zahlenmäßig zu errechnen und zum Ausdruck zu bringen.

aa) Die Kursbildung auf dem Aktienmarkt.

Wie bereits eingangs erwähnt, kann die Kursgestaltung am Aktienmarkt durch die zwei Grundfaktoren Ertragsgestaltung der Effekten und kreditäre Lage am Kapital- und Geldmarkt über längere Zeiträume hinweg hinreichend genau erklärt werden. Während kürzerer Perioden, also von Tag zu Tag, von Woche zu Woche oder Monat zu Monat, können die Kurse allerdings durch im Augenblick stärker wirkende Momente von der Grundlinie, die sich aus dem Ertragsprinzip und dem Prinzip der verfügbaren Mittel ergibt, abgelenkt werden. In diesem Falle spielen Sonderfaktoren eine Rolle und verwischen das Bild der Grundlinie der Kursbildung. Diese Feststellungen, die in der bereits zitierten Arbeit von Donner eingehend dargelegt und rechnerisch begründet wurden, werden auch

---

[106]) Donner: Die Kursbildung am Aktienmarkt. Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36, Berlin 1934.

vom Institut für Konjunkturforschung als richtig anerkannt. „Nach alter Erfahrung muß sich die Bewegung der Aktienkurse auf die Dauer in dem Rahmen halten, der durch die beiden Grundfaktoren: die Ertragslage der Industrie und den Zins auf anderen Gebieten des Geld- und Kapitalmarktes, besonders auf dem Rentenmarkt, gegeben ist. Vorübergehend können jedoch auch Sonderfaktoren den normalen Verlauf beeinflussen [107]). Gerade diese Sonderfaktoren spielen aber für die kurzwellige Kursbildung häufig eine überragende Rolle. Es sind politische und psychologische Momente, welche die Stimmung der Börse maßgeblich beeinflussen können, wobei nicht selten das Wirken der Spekulation eine Überspitzung nach der einen oder anderen Seite bewußt herbeiführt [108]). Grundlage der Preisgestaltung wird aber für die Dauer immer die Ertragswertschätzung der am Wertpapiermarkt interessierten Kreise sein, wobei jede Änderung in der industriellen Ertragslage abzuschätzen versucht wird und das Ergebnis dieser subjektiven Schätzungen findet im Kurs seinen objektivenNiederschlag. „Mit Recht wird ja auch die Börse mit einem Meßinstrument verglichen, das schon auf das leiseste Symptom einer Veränderung im Organismus der Wirtschaft im allgemeinen und der Unternehmung im besonderen reagiert [109])."

Insofern mußte die Anleihestockgesetzgebung, wenn sie ihren Zweck erreichen wollte, den Aktienmarkt in zweifacher Hinsicht beeinflussen. Sie mußte einmal die Rendite der Aktien beschränken, und sie mußte zum andern Mittel, die für den Kapitalmarkt zur Verfügung standen, dem Rentenmarkte zuführen und demnach vom Aktienmarkt fernhalten. Wenn dies mit Hilfe der genannten Gesetze durchführbar war, dann konnten sprunghafte Steigerungen der Aktienkurse, die das Publikum veranlaßt hätten, ihre Mittel diesem Markte zuzuführen, vermieden werden. Welche Kursentwicklung hat sich nun in den beiden letzten Jahren ergeben ?

Ein Bild hierüber vermittelt der deutsche Aktienmindex, dessen Monatsdurchschnitte der Jahre 1933 bis 1935 (1924/26 = 100) nachstehende Aufstellung wiedergibt:

---

[107]) Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, 8. Jahrg., Nr. 31, a. a. O., Seite 127.

[108]) Vgl. Schmidt: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig 1922, Seite 95 f.

[109]) Theisinger: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Stuttgart 1928, S. 63.

Monatsdurchschnitt	1933	1934	1935
Januar	64,6	70,2	83,5
Februar	64,8	73,9	86,4
März	70,3	77,0	87,8
April	72,8	75,0	89,3
Mai	73,3	73,3	91,0
Juni	71,6	76,2	93,7
Juli	68,5	77,7	94,7
August	66,2	80,0	95,5
September	62,5	83,1	92,7
Oktober	62,1	83,2	91,0
November	64,0	80,4	89,5
Dezember	67,4	79,8	—

Aus den Zahlen läßt sich folgendes entnehmen: Mit der Erhöhung der Produktion durch die Maßnahmen der Regierung wurde auch eine Verbesserung der Ertragslage der deutschen Industrie erwartet. Die Folge davon war, daß im Herbst des Jahres 1933 der Kurs der Aktien, der bis dahin noch sinkende Tendenz gezeigt hatte, zu steigen begann. Diese Steigerung setzte sich auch noch bis zum Frühjahr 1934 fort. Als im März des genannten Jahres das Kapitalanlagegesetz verkündet wurde, entstand auf der Börse der Eindruck, daß die allgemein erwartete Dividendensteigerung nicht wirksam werden würde. Die Folge davon war ein Zurückgehen der Aktienkurse von dem im März erreichten Höchststand von 77,0 auf 73,3 im Mai.

Von da ab setzt aber wieder eine Aufwärtsbewegung ein, die sich wohl daraus erklären läßt, daß man inzwischen zu der Einsicht gelangt war, daß das März-Gesetz nicht die einschneidende Wirkung hatte, wie man zuerst annahm. Es zeigte sich nämlich, daß eine größere Reihe von Unternehmungen Dividendenerhöhungen vornahm; die Durchschnittsdividende aller an der Berliner Börse gehandelten Aktien hatte sich von 3,38 % Ende Mai auf 3,41 % Ende Juni 1934 gehoben [110]). Daß diese Rentabilitätsbewegung für die Aufwärtsbewegung der Kurse maßgeblich war, wird auch durch die Untersuchungen des Instituts für Konjunkturforschung bestätigt:

„Die hierin zum Ausdruck kommende zuversichtliche Beurteilung der Rentabilitätsaussichten der Industrie und des Handels dürfte in den steigenden Dividenden der Aktiengesell-

[110]) Wirtschaft und Statistik, 14. Jahrg. Nr. 14, 1934, S. 467.

schaften ihre Stütze finden. Auch die teilweise Verlangsamung des Produktionsanstiegs scheint den Aktienmarkt in dieser Auffassung nicht irre gemacht zu haben“ [111].

Neben dieser Begründung dürften aber auch noch rein kreditäre Momente eine Rolle gespielt haben. Es wurden um die Mitte des Jahres an der Börse Gerüchte über eine Konversion am Rentenmarkt laut, die bewirkten, daß sich Besitzer von festverzinslichen Werten dieser Papiere entledigten und die freiwerdenden Mittel im Aktienmarkt anlegten. „Dem Aktienmarkt hat die Beunruhigung des Rentenmarktes eine stärkere Belebung gebracht, vielfach sind Rentenwerte in Dividendenpapiere getauscht worden“ [112].

Die starke Aufwärtsbewegung des Aktienkursniveaus setzte sich bis in den Herbst 1934 hinein fort und dürfte die Ursache dafür gewesen sein, daß der Gesetzgeber beschloß, einschneidendere Maßnahmen durchzuführen. Erste Gerüchte hierüber gelangten Ende September 1934 an die Börse. An diesem Zeitpunkte erreichten die Aktienkurse ihren Höhepunkt, von da ab setzte eine Abschwächung ein, die besonders diejenigen Werte traf, für welche eine über 8 % gehende Dividende ausgeschüttet worden war. Andere Maßnahmen, die sich auf eine Verringerung der Rendite der Unternehmungen auswirken mußten, (es handelte sich insbesondere um die Verfügungen zur Stabilhaltung der Preise) [113] ließen die Hoffnung auf eine Steigerung der Dividenden schwinden, sodaß ein weiteres Abbröckeln der Kurse die Folge war. Der im Oktober zu beobachtenden Stagnation folgte im November, als sich die Gerüchte über das zu erwartende Gesetz der Dividendenbeschränkung verdichteten, ein Kursfall, der sich auch noch bis in den Dezember hinein, als das Gesetz bereits im Wortlaut vorlag, fortsetzte. Im einzelnen läßt sich über die die Kursentwicklung beeinflussende Börsenstimmung folgende Beobachtung machen :

Am 5. Dezember wird berichtet : „An der Börse war der Aktienmarkt schwach. . . . Die in dem nunmehr veröffentlichten Anleihestockgesetz zutage tretende Tendenz zur Beschränkung der Barausschüttung hatte recht starke Kurseinbußen zur Folge, insbesondere in den sog. schweren Werten. Das Gesetz war zwar schon seit einiger Zeit erwartet worden und die

---

[111] Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung. 7. Jahrg., Nr. 33, Berlin, 22. August 1934, Seite 158.
[112] Wirtschaft und Statistik, 14. Jahrg., Nr. 14, 1934, S. 467.
[113] Vgl. Frankfurter Zeitung vom 11. 11. 1934.

Börse hatte sich bis zu einem gewissen Grade darauf eingestellt. Trotzdem wirken die Einzelheiten ernüchternd“ [114]).

Auch in den folgenden Tagen hielt die Depression an, wenn auch bereits beruhigende Tendenzen zum Durchbruch kamen. So wird am 7. Dezember berichtet, daß die Umsätze am Aktienmarkt nicht sehr groß waren, daß das Publikum sich offensichtlich zurückhielt und keine große Neigung zeigte, sich von seinem Aktienbesitz zu trennen [115]). Trotzdem war das Kursniveau auch in den folgenden Tagen gedrückt, und die Kursrückgänge beschränkten sich nicht nur auf die schweren Werte, sondern beeinflußten auch die mittleren und kleinen Industriewerte, für die das Anleihestockgesetz nicht in Frage kommt [116]). Gegen Mitte des Monats waren die Kursabschläge nicht mehr sehr bedeutend und erstreckten sich auch nicht mehr auf alle Marktgebiete; „die Stimmung der Kulisse war sichtlich gebessert“ [117]). Dies ist wohl darauf zurückzuführen, daß kapitalstarke Anleger die Kursrückgänge zu Eindeckungen benutzt haben, „angeblich mit der Begründung, daß die Papiere auch dann reizvoll seien, wenn man auf einen Teil der Dividende einige Jahre warten müsse“ [118]). Bis zum Ende des Jahres waren dann nur geringe Umsätze zu verzeichnen, ohne daß wesentliche Aenderungen im Gesamtkursniveau eintraten.

Die pessimistische Stimmung, die sich noch bis Jahresschluß 1934 an den Aktienmärkten gezeigt hatte, konnte sich im neuen Jahre nicht erhalten. Bereits im Januar 1935 setzte sich eine günstigere Beurteilung der Ertragslage der Anteilspapiere durch, die bis zum Herbst des gleichen Jahres anhielt. Maßgebend hierfür dürfte die Ueberlegung gewesen sein, daß die gesetzliche Festlegung der Dividenden auf 6 bzw. 8 % keine starke Behinderung der Aktienrendite, die um diese Zeit auf 3,87 % lag, darstellte und eine „der Besserung der Wirtschaftslage entsprechende Mehrausschüttung nicht behindert“ [119]).

Um die Entwicklung der Aktienrendite der letzten Jahre aufzuzeigen, sei nachstehend die Entwicklung der Durchschnittskurse der an der Berliner Börse gehandelten Aktien und ihrer Rendite wiedergegeben : [120])

---

[114]) Frankfurter Zeitung vom 5. Dezember 1934.
[115]) Ebenda, 7. Dezember 1934.
[116]) Ebenda, 9. Dezember 1934.
[117]) Ebenda, 14. Dezember 1934.
[118]) Ebenda.
[119]) Wirtschaft und Statistik, 15. Jahrg., Nr. 6, 1935, S. 223.
[120]) Zusammengestellt nach „Wirtschaft und Statistik“.

Monat	Kurs	Rendite
31. 1. 1928	155,98	4,62
31. 1. 1929	158,04	5,30
31. 1. 1930	134,48	6,24
31. 1. 1931	85,40	9,37
30. 12. 1933	78,58	4,16
31. 1. 1934	81.88	4,02
28. 2.	88,14	3,73
31. 3.	88,58	3,77
30. 4.	85,38	3,83
31. 5.	84,01	4,02
30. 6.	89,02	3,83
31. 7.	89,09	3,83
31. 8.	91,92	3,72
30. 9.	94,22	3,67
31. 10.	92,81	3,77
30. 11.	90,89	3,87
31. 12.	91,44	3,86
2. 1. 1935	91,55	3,87
31. 1.	98,93	3,63
28. 2.	103,46	3,79
31. 3.	106,36	3,77
30. 4.	105,52	3,84
30. 5.	111,79	3,71
30. 6.	113,40	3,68
30. 7.	114,48	3,66
30. 9.	110,54	3,83
31. 10.	109,73	3,90

Aus der Aufstellung ergibt sich, daß die Aktienrendite während des Jahres 1935 sehr niedrig lag. Da die Rendite ein Quotient aus Kurs und Dividende ist, könnte man aus der niedrigen Aktienrente schließen, daß der Kurs im Verlaufe des Jahres 1935, besonders im Vergleich zu der über der Aktienrendite liegenden Bondsrendite, überhöht gewesen sei. Tatsächlich zeigte sich, daß jede Steigerung der Dividendenausschüttung mit einer Erhöhung des Aktienkursniveaus beantwortet wurde, sodaß die Durchschnittsrendite eine Besserung nicht erfahren konnte. Am meisten zogen dabei die Werte an, die bisher nur niedrige Dividenden ausgeschüttet hatten, die Kurssteigerung rechtfertigte sich also aus den erhöhten Erträgen.

Trotzdem kann die relativ hohe Lage des Kursniveaus nicht allein aus der Rentabilitätsentwicklung der Unternehmungen erklärt werden. Es spielten dabei noch zwei weitere

Momente eine Rolle. Einmal haben die Aktien, wie bereits an anderer Stelle schon einmal erwähnt, den Charakter von Sachwertanlagen seit den Erfahrungen der Inflation noch nicht wieder ganz verloren, zumindest kommt die Eigenschaft der Aktie als Mittel der realen Vermögenserhaltung von Zeit zu Zeit wieder zum Durchbruch. Diese Tatsache scheint bei den starken Kurserhöhungen im Mai 1935 eine gewisse Rolle gespielt zu haben. Das Statistische Reichsamt berichtet hierüber:

„Unverkennbar nahm die Kursbewegung am Aktienmarkt eine Zeitlang das Aussehen einer Sachwerthausse an. Die Währungsbeunruhigung im Auslande gab den Aktien einen von Währungsabwertungen unabhängigen Sachwertcharakter, der namentlich auf Sperrguthaben eine Anziehungskraft ausübte“ [121]).

Zum andern dürfte die allgemeine Kreditlage für die Erklärung der Kurssteigerungen am Aktienmarkte heranzuziehen sein. Die wachsenden Einnahmen, die eine Folge des anhaltenden Konjunkturanstiegs waren, drängten nach gewinnbringender Anlage und wendeten sich den Wertpapiermärkten zu. „Namentlich seit Jahresbeginn 1935 hat sich der Gesamtbetrag jener Gelder erhöht, die für eine Anlage an den Wertpapiermärkten in Frage kommen. Der Aktienmarkt steht weiterhin unter der Wirkung dieses Anlagebedarfs. Publikumskäufe haben das Kursniveau der Aktie bis Mitte August weiter gehoben“ [122]). Zu berücksichtigen ist hierbei, daß das Angebot von Aktien an den Börsen relativ knapp war. Ursache hierfür sind die starken Kapitalzusammenlegungen in den vorangegangenen Jahren und die Verhinderung größerer Neuemissionen [123]). Infolgedessen mußte jede Vergrößerung der dem Aktienmarkt zur Verfügung stehenden Mittel auf ein knappes Angebot stoßen und schon eine relativ geringe Nachfrage hatte deshalb einen starken Kursaufschlag zur Folge. In welchem Maße sich Anzahl und Nominalkapital der Aktiengesellschaften an der Berliner Börse in den letzten Jahren vermindert hatten, geht aus der folgenden Zusammenstellung hervor : [124])

---

[121]) Wirtschaft und Statistik, 15, Jahrg., 1935, Nr. 12, S. 453.
[122]) Wirtschaft und Statistik, 15. Jahrg., 1935, Nr. 18, S. 693.
[123]) Vgl. Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 10. Jg., 1935, Heft 3, Teil B, Neue Folge, Seite 62.
[124]) Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, 8. Jahrg., Nr. 31, Seite 128.

Jahres-ende	Alle Aktiengesellschaften		an der Berliner Börse gehandelte Aktien	
	Anzahl	Nominal-kapital (Mill.RM.)	Anzahl	Nominal-kapital (Mill.RM.)
1927	11 966	21 542	872	10 555
1928	11 690	22 885	838	10 990
1929	11 344	23 728	801	10 913
1930	10 970	24 189	767	10 884
1931	10 437	24 653	725 [1]	10 623 [1]
1932	9 634	22 264	659	10 246
1933	9 148	20 635	597	9 593
1934	8 618	19 790	561	9 109
1935	—	—	517 [2]	8 365 [2]

[1]) 18. September 1931. — [2]) Ende Juni.

Die geschilderte Marktlage bewirkte einen Kursauftrieb, der so stark war, daß trotz steigender Dividende die Rendite von 3,86 % im Dezember 1934 auf 3,68 % im August 1935 zurück ging. Ein Vergleich der Aktienrendite mit der Bondsrendite unter Berücksichtigung der allgemeinen Wirtschaftslage ließ bereits Mitte des Jahres 1935 auf eine Ueberhöhung des Aktienkursniveaus schließen. Um diese Zeit wurden des öfteren Stimmen laut, die vor einer allzu optimistischen Beurteilung des Aktienmarktes warnten. Dies blieb auf die Börsenstimmung nicht ohne Einfluß, seit Ende Juli 1935 kam die Aufwärtsbewegung im großen und ganzen zum Stillstand. Anfang September zeigten sich, vor allem im Zusammenhang mit der weltpolitischen Lage die ersten Rückschläge [125]). Seit dieser Zeit hat die Abwärtsbewegung der Kurse angehalten, was wohl zum Teil auch noch auf rein kreditäre Einflüsse zurückzuführen sein dürfte. Die im September 1935 aufgelegte Reichsanleihe hat Gelder, die sonst dem Aktienmarkt zugeflossen wären, in erheblichem Maße in Anspruch genommen [126]).

Die vorangegangenen Ausführungen lassen erkennen, daß der Einfluß der Anleihestockgesetze nur wenig und auch nur für kurze Zeit auf die Kursbildung des Aktienmarktes eingewirkt haben. Andere, stärkere Faktoren, haben die Wirkung der Gesetze überkompensiert.

---

[125]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 10. Jahrg., 1935, Heft 3, Teil B, Neue Folge, Seite 131.

[126]) Wirtschaft und Statistik, 15. Jahrg., 1935, Nr. 20, S. 774.

Zu einem anderen Ergebnis kommt man allerdings, wenn man nicht das Durchschnittskursniveau heranzieht, sondern die Aktien in Gruppen einteilt und diese in Bezug auf ihre jeweilige Kursgestaltung betrachtet. In einer Aufstellung der „Frankfurter Zeitung" wurden die in Berlin am 31. 12. 1934 notierten Industrieaktien in 6 Gruppen eingeteilt und für diese der jeweilige Kursdurchschnitt errechnet und dem Kursdurchschnitt der gleichen Aktien im April 1935 gegenübergestellt : [127])

Berliner Aktiennotizen	Kursdurchschnitt		Gewinn in % des Dezemberstandes
	31.12.34	5.4.35	
zwischen 0 und 25 %	10.91	19.80	81.5 %
„ 25 „ 50 %	38.17	52.76	38.2 %
„ 50 „ 75 %	65.03	80.15	23.2 %
„ 75 „ 100 %	87.45	100.70	15.1 %
„ 100 „ 125 %	111.38	121.77	9.3 %
über 125 %	156.54	167.05	6.7 %

Hierbei zeigt sich, daß die niedrig notierten Werte einen höheren Kursgewinn aufzuweisen hatten als die „schweren Werte", also eine Umkehr der in früheren Jahren konjunkturellen Anstiegs zu machenden Beobachtung. Der Grund hierfür muß in den Vorschriften des Anleihestockgesetzes gesucht werden, welches den bisher wenig rentablen und deshalb niedrig bewerteten Aktien bessere Ertragsaussichten läßt, als den Aktien mit hohen Dividendenausschüttungen, die bereits an der Grenze der baren Gewinnausschüttung angelangt sind.

bb) Die Kursentwicklung auf dem Rentenmarkt.

Ebenso wie auf dem Aktienmarkt waren auf dem Rentenmarkt eine große Reihe von Faktoren maßgebend, die erst in ihrer Gesamtheit die Kursgestaltung erklärlich machen. Neben dem Anleihestock stehen noch weitere wirtschaftspolitische Maßnahmen, die sich günstig auf die Preisbildung des Rentenmarktes auswirken mußten. Es sei hier nur an die Offene Marktpolitik der Reichsbank, an das Reichsgesetz über das Kredit-

[127]) Frankfurter Zeitung vom 9. April 1935.

wesen und an die steuerliche Begünstigung der festverzinslichen Werte erinnert, die ständig auf eine Besserung der Kursgestaltung der Rentenwerte hinwirkten. Tatsächlich hat sich das Kursniveau dieser Werte im Verlaufe der untersuchten Periode nicht unbeträchtlich gehoben. Dies sei zunächst am Beispiel der Pfandbriefkurse veranschaulicht : [128])

		Kursniveau der festverzinslichen Pfandbriefe 6 %
Monats-Durchschnitt	1933	84,0 %
Dezember	„	89,9 %
Januar	1934	92,6 %
Februar	„	91,9 %
März	„	92,1 %
April	„	91,7 %
Mai	„	91,1 %
Juni	„	90,1 %
Juli	„	88,9 %
August	„	89,0 %
September	„	90,0 %
Oktober	„	92,4 %
November	„	92,9 %
Dezember	„	94,4 %
Januar	1935	96,4 %
Februar	„	95,8 %
März	„	96,3 %
April	„	95,6 %
Mai	„	96,0 %
Juni	„	96,0 %
Juli	„	96,0 %
August	„	96,1 %
September	„	95,9 %

Es zeigt sich also eine starke Verbesserung des Kursniveaus in dem untersuchten Zeitraum. Diese Entwicklung ist aber durchaus nicht kontinuierlich vor sich gegangen, vielmehr zeigten sich in der ersten Jahreshälfte 1934 bei den festverzinslichen Effekten noch Kursrückgänge, die beweisen, daß auch das Kapitalanlagegesetz in seiner Fassung vom März 1934 nicht in der Lage war, einen durchgreifenden Einfluß auf die Kursgestaltung zu gewinnen. Eine kontinuierliche Aufwärtsbewe-

[128]) Zusammengestellt nach „Wirtschaft und Statistik".

gung machte sich erst zu Beginn der zweiten Jahreshälfte bemerkbar. Allerdings wäre es verfehlt, wenn man die Erholung des Marktes allein mit dem Kapitalanlagegesetz in Verbindung bringen wollte. Dies ist schon deshalb nicht angängig, weil die Beträge, die der direkten Anlage im Rentenmarkt zugeführt wurden, als außerordentlich gering bezeichnet werden müssen. Außerdem hat sich gezeigt, daß auch eine Ablenkung des anlagesuchenden Publikums vom Aktienmarkt nicht stattfand.

Hingegen kann die zu Beginn des Monats Dezember stärker einsetzende Aufwärtsbewegung ohne weiteres mit dem Anleihestockgesetz in Zusammenhang gebracht werden, was auch aus den Börsenberichten hervorgeht. „Der Rentenmarkt zog neue Anregungen aus der im Anleihestockgesetz zum Ausdruck kommenden Tendenz, dem Anleihemarkt neue Käufer zuzuführen" [129]). „Der Rentenmarkt hatte auch heute (7. Dez.) wieder lebhafteres Geschäft. Nachfrage zeigte sich vor allem für solche Werte, in denen nicht zur Ausschüttung gelangende Teile der Aktiendividende bevorzugt angelegt werden sollen"[130]).

Daneben hat aber sicherlich das gleichzeitig mit dem Anleihestockgesetz erlassene Reichsgesetz über das Kreditwesen stimmungsmäßig auf die Kursgestaltung eingewirkt. Dieses Gesetz „sieht eine klare Trennung des kurzfristigen und langfristigen Bankgeschäfts vor . . . und verlangt eine erhöhte Zuführung aller langfristigen Mittel zum Kapitalmarkt . . ." [131]).

Zu berücksichtigen ist bei der Untersuchung der Kursgestaltung des Rentenmarktes weiterhin, daß jede Bewegung eine Gegenbewegung auslöst. So machte sich bereits um die Mitte des Monats Dezember eine Abschwächung bemerkbar, die darauf zurückzuführen war, daß die erhöhten Kurse zur Gewinnrealisierung, also zu einem erhöhten Angebot führten, wodurch sich eine gedrücktere Haltung auf dem Rentenmarkt breit machte [132]).

Die zu Beginn des Jahres 1935 durchgeführte Konversion wirkte nur in geringem Maße auf die Kurse ein. Trotz der nicht unbeträchtlichen Zinssenkung erfuhr das Kursniveau, das nur noch wenige Punkte unter pari lag, keine wesentlichen Einbußen. Der Markt zeigte in diesen Tagen ein ganz gewohntes Bild. „Das Angebot erreichte auf keinem Marktgebiet ein un-

---

[129]) Frankfurter Zeitung vom 5. Dezember 1934.
[130]) Deutsche Bergwerkszeitung vom 7. Dez. 1934.
[131]) Deutschlands wirtschaftliche Lage an der Jahreswende 1934/35. Reichskreditgesellschaft A.G., Seite 63.
[132]) Vgl. Deutsche Bergwerkszeitung vom 12. 12. 1934.

gewöhnliches Maß, im allgemeinen hielt das Publikum an seinem Effektenbesitz fest“ [133]). Auch in den Monaten nach der Konversion zeigten die Rentenmärkte im ganzen eine innere Festigung und eine ausgeprägte Kursstabilität [134]).

Die Gründe hierfür dürften zu einem großen Teil in der Wirksamkeit des Anleihestockgesetzes gesucht werden. Man kann hier im wesentlichen zwei günstige Einwirkungen auf den Rentenmarkt feststellen. Bekanntlich wendet sich das Kapital immer an die Stelle der besten Rentabilität. Die Zusammenhänge zwischen Aktien- und Bondsrendite spielen hierbei also eine gewisse Rolle. Nun ergibt sich, daß die Bondsrendite seit dem Jahre 1932 wesentlich über der der Aktienrendite lag. Wenn trotz dieses Verhältnisses sich noch Käufer von Aktien fanden, dann spielten dabei Erwägungen mit, die mit Rentabilitätsüberlegungen nichts zu tun hatten, sondern auf der Sorge um die reale Kapitalerhaltung beruhten [135]). Da diese Befürchtungen im Inlande durch die Maßnahmen der Regierung mehr und mehr zerstreut worden waren, setzte sich der Rentabilitätsgedanke wieder durch, d.h. es bestand trotz der Konversion aus diesen Erwägungen heraus kein Anlaß, sich dem Aktienmarkte zuzuwenden, weil trotz der Herabsetzung des Zinsfußes bei den Rentenwerten die Bondsrendite über derjenigen der Aktien blieb, wenn auch eine starke Annäherung zu erkennen ist, wie nachfolgende Aufstellung ausweist : [136])

Zeit	Aktienrendite % p. a.	Bondsrendite % p. a.
Juni 1932	6,70	9,93
Ende 1932	4,18	7,86
„ 1933	4,16	6,70
„ 1934	3,86	6,40
Juni 1935	3,68	4,72

Die andere Einwirkung, die von dem Anleihestockgesetz auf den Rentenmarkt ausging, ist direkter Art. Das Gesetz hat erheblichere Mittel als das Kapitalanlagegesetz der Golddiskontbank zur Verfügung gestellt, die auf dem Rentenmarkt

133) Wirtschaft und Statistik, 15. Jahrg., 1935, Nr. 20, S. 774.
134) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 10. Jahrg., 1935, Heft 3, Teil B, Neue Folge, Seite 131.
135) Vgl. auch Seite 67 dieser Arbeit.
136) Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung, 8. Jahrg., Nr. 31, 1935, Seite 128.

Anlage fanden und damit einen „erheblichen Einfluß auf die Kursgestaltung ausüben können“ [137]). Die zentrale Verwendung der anfallenden Gelder hat den Vorteil, daß eine wirksame Kurspflege getrieben werden kann. So sind die zur Verfügung stehenden Mittel in erster Linie zum Ankauf von Gemeinde-Umschuldungsanleihen verwendet worden, weil die Kurse der Reichsanleihen an sich schon gut behauptet waren, während dies für die genannte Anleihe nicht immer zutraf [138]).

Die Kursstabilität der Rentenwerte ist um so höher anzuschlagen, als an den Markt für festverzinsliche Werte durch Neuemissionen bedeutend höhere Ansprüche gestellt worden waren als an den Aktienmarkt. Die nachfolgende Aufstellung macht dies offenbar : [139])

		Inlandsemissionen	
		Aktien	festverzinsliche Werte
		Kurswert	Nominalbetrag
		Millionen Reichsmark	
Januar	1935	11	88
Februar	1935	8	277
März	1935	5	120
April	1935	9	113
Mai	1935	9	252
Juni	1935	10	77
Juli	1935	29	96
August	1935	22	231

Sofern eine Pflege des Rentenmarktes mit Mitteln des Anleihestocks wegen befriedigender Kursgestaltung nicht notwendig wird, können die verfügbaren Mittel dem kurzfristigen Kreditmarkt zugeführt werden. Hierdurch ergibt sich eine Verflüssigung dieses Marktes, die sich in einer Zinssenkung auswirken muß. Damit vergrößert sich das Kreditgefälle zwischen diesem Markt und dem Kapitalmarkt, was zur Folge hat, daß Mittel von hier zum Kapitalmarkt abfließen. Auf diese Weise wird mit Hilfe des Anleihestockgesetzes auch eine organische Verbindung zwischen Geld- und Kapitalmarkt hergestellt und gleichzeitig vermieden, daß die Anlage der Mittel des Anleihestocks die Kurse der Rentenwerte zu hoch treibt, wodurch die Gefahr eines Rückschlages heraufbeschworen werden könnte.

---

[137]) Völkischer Beobachter vom 27. April 1935.
[138]) Ebenda.
[139]) Vierteljahrshefte des Instituts für Konjunkturforschung, 10. Jahrg., 1935, Heft 3, Teil B, Neue Folge, Seite 65.

SCHLUSS.

Kritische Zusammenfassung.

Eine Kritik des in der vorstehenden Arbeit besprochenen Gesetzeswerkes muß zunächst den Gesichtspunkt des Wohles der Gesamtwirtschaft in den Mittelpunkt der Betrachtung rücken. Von diesem Standpunkte aus müssen die Maßnahmen ohne Frage eine Bejahung erfahren. Denn wenn das oberste Ziel der Reichsregierung die Beseitigung der Arbeitslosigkeit ist, dann muß zunächst die Bahn freigemacht werden von allen Hemmungen, die sich der Erreichung des Zieles in den Weg stellen. Eine Voraussetzung für die Wirtschaftsbelebung ist besonders die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, weil in der kapitalistischen Wirtschaftsordnung viel davon abhängt, ob der Kapitalmarkt die benötigten langfristigen Mittel zur Verfügung stellen kann. Innerhalb des Kapitalmarktes ist wiederum der Rentenmarkt ein wichtiges Teilgebiet, weil auf ihm die langfristige Kapitalnachfrage Befriedigung findet. Nun war zu Beginn des Jahres 1933 die Lage so, daß sich das Interesse der breiten Oeffentlichkeit nicht dem zuletzt genannten Markte zuwandte, sondern vielmehr den Aktienmarkt bevorzugte. Dies lag daran, daß die Industriegesellschaften in erster Linie Nutznießer des konjunkturellen Aufschwungs wurden, sodaß zu erwarten stand, daß die Erträge infolge der durch die Erhöhung des Beschäftigungsgrades wirkenden Kostendegression eine Steigerung erfuhren. Dies machte sich auch in der Kursbewegung der Aktien bemerkbar.

Eine solche Entwicklung war aber mit Recht nicht erwünscht. Die allgemeine Belebung durfte nicht dem Nutzen einiger weniger dienen, sondern sie sollte wiederum der Allgemeinheit zugute kommen.

Die regierungsseitig ergriffenen Maßnahmen dürfen deshalb nicht von einem zu überwindenden individualistischen Standpunkt, sondern von dem in der deutschen Wirtschaft zum Durchbruch gebrachten Sozialprinzip beurteilt werden. Von dieser Betrachtungsweise aus gesehen sind die beiden Gesetzeswerke durchaus zu befürworten. Wenn auch der materielle Erfolg nicht in bedeutendem Umfange wirksam wurde, so sind doch die Wirkungen in psychologischer Hinsicht keineswegs zu unterschätzen. Denn es hat sich gezeigt, daß der Rentenmarkt durch die Maßnahmen eine Stärkung erfuhr.

Hinzu kommt noch, daß, betriebswirtschaftlich gesehen, ein Anreiz zu Betriebserweiterungen, die im Zusammenhang mit Konjunkturbelebungen durchgeführt zu werden pflegen und die sich später oft als Fehlinvestitionen erweisen, abgebremst wird. Dort aber, wo sie im Interesse der deutschen Wirtschaft erwünscht sind — die Beurteilung dieser Frage wurde jetzt zum Teil aus der Interessensphäre des einzelnen Betriebes herausgehoben — sind sie auch heute noch möglich. So haben die Anleihestockgesetze gewisse Ausnahmen vorgesehen, bei welchen der Reichswirtschaftsminister die Bestimmungen für gewisse Fälle außer Kraft setzen kann, um die Möglichkeiten erweiterter Arbeitsbeschaffungen nicht zu unterbinden. Bedeutsam hierbei ist aber, daß das Wirtschaftsministerium in dieser Angelegenheit das letzte Wort zu reden hat.

Weiterhin ist zu bedenken, daß die Gesetze dazu beigetragen haben, den Rentenmarkt konversionsreif zu machen. In dem Maße als eine organische Zinssenkung erreicht wurde, mußte auch für die Selbstkostenrechnungen eine Entlastung für die Kapitalkosten eintreten. So wirken sich Maßnahmen, die das Gemeinwohl betreffen, auch wohltätig für den einzelnen Betrieb aus.

Demgegenüber will die Zurückbehaltung eines Teiles der Dividende nur wenig besagen. Selbst wenn man kritisiert hat, daß die Gesetzgebung zu schematisch verfahren habe, dürfte die Benachteiligung der praktisch schlechter gestellten Anteilseigner nicht allzu schwer ins Gewicht fallen. Man muß bedenken, daß der Kurs der „schweren" Werte Ende 1934 nur selten über 150 % und kaum über 200 % lag, sodaß eine 8 %ige bare Verzinsung des Nominalkapitals im Vergleich zu den festverzinslichen Werten heute keine unbillige Benachteiligung selbst unter Berücksichtigung des höheren Risikos darstellt. Tatsächlich konnte ja auch festgestellt werden, daß die Aufgabe des Aktienbesitzes nicht von den anlagesuchenden privaten Kreisen, sondern viel stärker von der Kulisse aus erfolgte, und es ist nicht zu erwarten, daß dem Aktienmarkt, auf die Dauer gesehen, eine Benachteiligung entsteht.

Damit ist aber das Ziel der Gesetze, Stützung des Rentenmarktes, als erreicht zu betrachten, wobei noch die Tatsache festgestellt werden kann, daß der in Konkurrenz stehende Aktienmarkt aus den Maßnahmen keine Schädigung erfahren hat.

LITERATURVERZEICHNIS.

Bücher und Aufsätze.

Berliner: Offene statt stiller Reserven, in: Frankfurter Zeitung vom 20. 10. 1930.

Deumer: Das Gesetz über die Gewinnverteilung bei Kapitalgesellschaften. Berlin und Leipzig 1935.

Donner: Kursbildung am Aktienmarkt, in: Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. Sonderh. 36. Berlin 1934

Eckstein: Das Anleihestockgesetz vom 4. Dez. 1934, in: Steuerarchiv, Berlin, 1935, Nr. 5, 38. Jahrg.

Fischer: Die fehlerhafte Kreditpolitik. Referat in: Untersuchung des deutschen Bankwesens. 1933.

Fromm: Ergänzung der Durchführungsbestimmungen zum Anleihestockgesetz, in: Der Wirtschaftstreuhänder, Leipzig 1935. Nr. 10.

Fuerth: Dividendenpolitik und Kapitalmarkt, in: Die Wirtschaftskurve. 13. Jahrg.

Gerstner: Bilanzanalyse, Berlin — Leipzig, 1933.

Heilbrunn: Zweifelsfragen im Kapitalanlagegesetz, in: Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung. 28. Jahrg. Leipzig 1934.

Heiser: Das neue Kapitalanlagegesetz, in: Der praktische Betriebswirt. 14. Jahrg., 1934.

Heyer: Der Umfang des Gewinnbegriffs beim Kapitalanlagegesetz, in: Der Wirtschaftstreuhänder. 3. Jahrg. Leipzig 1934.

Horn: Tendenzen zur Aussonderung von Vermögenswertänderungen in Betriebswirtschaftslehre, Wirtschaftspraxis und Steuerrecht, in: Betriebs- und finanzwissenschaftliche Forschungen, 2. Serie, Berlin—Wien 1931.

Kalveram: Stille Reserven, in: Frankfurter Zeitung vom 15. 9. 1929 und vom 20. 10. 1930.

— Finanzierung, in: Die Handelshochschule, Berlin.

Koehler: Zweifel um den Anleihestock, in: Der Wirtschaftstreuhänder. Leipzig 1934. 3. Jahrg.

— Dividendenanspruch und stille Reserven, in: Der Wirtschaftsprüfer. 3. Jahrg., 1934.

Moeller: Die Entwicklung der Währungs- und Kreditverhältnisse, in: Das Wirtschaftsjahr. Herausgeber Raab. Leipzig 1933.

Nicklaus: Die bilanzmäßige Behandlung des Anleihestocks, in: Der Wirtschaftstreuhänder. 3. Jahrg., Leipzig 1934.

Obst: Stille Reserven der Aktiengesellschaften, in: Die nationale Wirtschaft. Berlin 1933.

Pappenheim: Gewinnausschüttung und Anleihestock, in: Deutsche Bergwerkszeitung vom 9. 9. 1934.

Plum: Die Ertragsgestaltung der deutschen Aktiengesellschaften, in: Die Deutsche Volkswirtschaft. 4. Jahrg., Berlin 1935.

Prion: Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege. München und Leipzig 1918.

— Der deutsche Geld- und Kapitalmarkt seit der Stabilisierung. Strukturwandlungen der deutschen Volkswirtschaft. Herausgeber Harms, Band II, Berlin 1928.

— Die Preisbildung an der Wertpapier-Börse. München — Leipzig 1929.

Puhl: Der Wiederaufbau des Geld- und Kapitalmarktes, in: Untersuchung des Bankwesens, I. Teil, Band 2, Ref. III/4. Berlin 1933.

Ruth und Schmaltz: Die neue Bilanz der Aktiengesellschaft. Berlin 1932.

Schacht: Rundfunkansprache über die Zinssenkungsaktion am 25. Januar 1935. Sonderdruck der Reichsbank.

— Das internationale Schulden- und Kreditproblem. Eilsener Vortrag am 30. 8. 1934.

Schmelz: Weitere Gesichtspunkte zum Kapitalanlagegesetz, in: Der Wirtschaftstreuhänder. 3. Jahrg., Leipzig 1934.

Schmalenbach: Kapital, Kredit, Zins. Leipzig 1933.

Schmidt: Die Organische Tageswertbilanz. Leipzig 1929.

— Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, Berlin—Wien 1933.

— Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig 1922.

Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich. Berlin 1931.

Strathus: Die Finanzierung als Kernproblem, in: Die Deutsche Volkswirtschaft. 4. Jahrg., 1935.

Theisinger: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Stuttgart 1928.

Wagemann: Zur Strategie der Krisenbekämpfung. Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. 10. Jahrg. 1935. Heft 2, Teil A, Neue Folge.

Waller: Aktuelle Fragen der Kapitalmarktpolitik, in: Der deutsche Volkswirt. 1934.

Wipper: Die Bedeutung des Kapitalanlagegesetzes vom 29. März 1934 für die Pflichtprüfung, in: Der Wirtschaftstreuhänder. 3. Jahrg. Leipzig 1934.

Geschäfts- und Verwaltungsberichte.

Geschäftsberichte der Deutschen Golddiskontbank Berlin für die Jahre 1934/35.
Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt. Die Kreditlage der deutschen Landwirtschaft im Wirtschaftsjahr 1932. Berlin 1934.
Reichs-Kredit-Gesellschaft, Berlin. Deutschlands wirtschaftliche Lage an der Jahreswende 1931/32. 1934/35.
Reichs-Kredit-Gesellschaft. Aktienwerte der Berliner Börse. Berlin.
Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1928. Berlin 1929.
Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1933. Berlin 1934.

Zeitschriften.

Betriebs- und finanzwissenschaftliche Forschungen.
Der Deutsche Oekonomist.
Der Deutsche Volkswirt.
Der praktische Betriebswirt. 1934.
Der Wirtschaftsprüfer. Leipzig.
Der Wirtschaftstreuhänder. Leipzig.
Die Deutsche Volkswirtschaft. 2. Jahrg. 1935.
Die nationale Wirtschaft. Berlin. 1933.
Die Wirtschaftskurve.
Steuerarchiv. Berlin.
Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. 10. Jahrg. 1935.
Wirtschaft und Statistik. 14. Jahrg. 1934 und 15. Jahrg. 1935.
Wochenberichte des Instituts für Konjunkturforschung. 7. Jg, 1934 und 8. Jahrg. 1935. Berlin.
Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung. Leipzig 1934.

Zeitungen.

Deutsche Allgemeine Zeitung
Deutsche Bergwerkszeitung
Deutscher Reichs-Anzeiger
Deutsche Sparkassenzeitung
Frankfurter Zeitung
Völkischer Beobachter.

LEBENSLAUF.

Geboren am 12. Februar 1901 in Mittweida i. Sa. als Sohn des inzwischen verstorbenen Fabrikanten Carl Hildebrand, besuchte ich nach Absolvierung der Vorschule das humanistische Staatsgymnasium zu Chemnitz. Nach bestandener Reifeprüfung arbeitete ich ein Jahr praktisch bei einem elektrotechnischen Industrieunternehmen und belegte anschliessend, da ich Ingenieurwissenschaften zu studieren beabsichtigte, ein Semester an der Technischen Hochschule Hannover. Durch eingetretene wirtschaftliche und gesundheitliche Verhältnisse sah ich mich gezwungen, mein Studium abzubrechen und war vom Sommer 1921 bis Ende 1930 in der Industrie beschäftigt. Nach meiner infolge der allgemeinen schlechten Wirtschaftsverhältnisse erfolgten Entlassung studierte ich an der Frankfurter Universität seit dem Wintersemester 1931/32 Wirtschaftswissenschaften und legte im April 1935 die kaufmännische Diplomprüfung ab.

HANS HILDEBRAND.